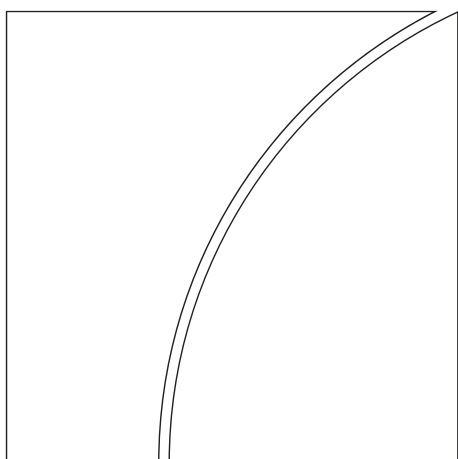




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



## **76º Informe Anual**

1 de abril de 2005–31 de marzo de 2006

Basilea, 26 de junio de 2006

Las publicaciones pueden obtenerse en:

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

E-mail: [publications@bis.org](mailto:publications@bis.org)

Fax: +41 61 280 9100 y +41 61 280 8100

© *Banco de Pagos Internacionales, 2006. 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 92-9131-521-4 (versión impresa)

ISBN 92-9197-521-4 (en línea)

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

El Informe puede consultarse en la página del BPI en Internet ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

# Índice

Carta de presentación .....	1
<b>I. Introducción: resistencia ante las crecientes tensiones ....</b>	<b>3</b>
Afrontar los desafíos del éxito reciente .....	5
Cambio estructural y de orientación de las políticas .....	10
<b>II. La economía mundial .....</b>	<b>13</b>
Aspectos más destacados .....	13
Situación general de la economía mundial .....	14
<i>Continúan el intenso crecimiento y la baja inflación</i> .....	14
<i>Indicios de una expansión económica más equilibrada</i> .....	16
<i>Perspectivas y riesgos</i> .....	17
Inflación y formación de salarios en la economía mundial .....	19
<i>Evolución de la inflación mundial</i> .....	19
<i>Formación de salarios y globalización</i> .....	21
<i>Perspectivas</i> .....	24
El ahorro y la inversión del sector privado .....	25
<i>Tendencias</i> .....	25
<i>Beneficios e inversión empresariales</i> .....	27
<i>Inversión en vivienda y mercados inmobiliarios</i> .....	30
La política fiscal .....	32
<i>Desafíos para la sostenibilidad fiscal</i> .....	34
Evolución de la balanza por cuenta corriente .....	36
<i>Nuevo aumento de los desequilibrios externos</i> .....	36
<i>Reequilibrio mundial y reciclaje de los ingresos procedentes del</i> <i>petróleo</i> .....	37
<b>III. Análisis de las economías de mercado emergentes .....</b>	<b>40</b>
Aspectos más destacados .....	40
Panorama macroeconómico .....	40
<i>Patrón de demanda</i> .....	41
<i>Crecientes presiones inflacionistas</i> .....	44
<i>Perspectivas y riesgos</i> .....	45
Dos importantes retos de origen externo .....	46
<i>Cambios en la relación real de intercambio</i> .....	46
<i>Fuerte demanda de activos de mercados emergentes</i> .....	49
Política fiscal .....	54
<i>El grado adecuado de ajuste fiscal</i> .....	54
<i>Ajustes de ingresos y de gastos</i> .....	55
<i>Implicaciones del encarecimiento de las materias primas</i> .....	57
<i>Reducción y sostenibilidad de la deuda</i> .....	58
Políticas monetaria y de tipo de cambio .....	59
<i>Implicaciones de las alteraciones de los precios relativos</i> .....	60
<i>Respuestas a las presiones alcistas sobre el tipo de cambio</i> .....	62
<i>Respuestas según los regímenes de política monetaria</i> .....	63
<i>Consecuencias de estas respuestas</i> .....	65

<b>IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados</b> .....	<b>68</b>
Aspectos más destacados .....	68
Análisis de la evolución .....	69
<i>Estados Unidos</i> .....	69
<i>Zona del euro</i> .....	71
<i>Japón</i> .....	74
<i>Países con objetivos de inflación explícitos</i> .....	76
Globalización y política monetaria .....	80
<i>Globalización, incentivos de los bancos centrales y estabilidad de precios</i> .....	81
<i>La globalización y los parámetros orientativos tradicionales de la política monetaria</i> .....	84
<i>Globalización, mecanismo de transmisión y margen de maniobra de la política monetaria</i> .....	87
<i>Retos, riesgos y posibles respuestas de política</i> .....	88
<b>V. Los mercados de divisas</b> .....	<b>92</b>
Aspectos más destacados .....	92
Evolución de los mercados de divisas .....	93
<i>Condiciones en los mercados de divisas</i> .....	95
<i>Tendencias en las reservas oficiales</i> .....	96
Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes .....	96
<i>Crecimiento económico y diferenciales de tipos de interés</i> .....	97
<i>El desequilibrio externo estadounidense</i> .....	100
<i>Políticas cambiarias en Asia</i> .....	101
Rentas netas y sostenibilidad de la posición externa de Estados Unidos .....	103
<i>Tendencias y determinantes de las rentas netas</i> .....	103
<i>La sostenibilidad de la posición externa estadounidense</i> .....	109
<b>VI. Los mercados financieros</b> .....	<b>114</b>
Aspectos más destacados .....	114
Continuidad de los reducidos rendimientos a largo plazo .....	114
<i>Aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos y en la zona del euro</i> .....	116
<i>Expectativas de inflación contenidas</i> .....	117
<i>Volatilidades y primas por plazo reducidas</i> .....	117
<i>Demanda institucional: fondos de pensiones y compañías de seguros</i> ....	119
<i>Demanda externa: las reservas asiáticas y los petrodólares</i> .....	121
Los mercados bursátiles se mostraron indiferentes a los incrementos de tipos de interés .....	122
<i>Las perspectivas macroeconómicas respaldaron la revalorización de los títulos de renta variable</i> .....	123
<i>Aceleración del reapalancamiento y de las fusiones empresariales</i> .....	124
<i>Señales contradictorias sobre las valoraciones bursátiles</i> .....	127
Capacidad de recuperación de los mercados de deuda .....	129
<i>Distintas preferencias por diferentes riesgos</i> .....	131
<i>Persistente solidez de los balances empresariales</i> .....	133
<i>Vulnerabilidad de los mercados de deuda a reajustes en los precios</i> .....	135
Diferenciales de los mercados emergentes en mínimos históricos .....	137

VII. El sector financiero .....	140
Aspectos más destacados .....	140
Resultados del sector financiero .....	140
<i>Banca comercial</i> .....	141
<i>Banca de inversión</i> .....	144
<i>Fondos de cobertura o inversión libre</i> .....	145
<i>Capital inversión</i> .....	146
<i>Sector asegurador</i> .....	149
<i>Fondos de pensiones</i> .....	150
Vulnerabilidades .....	151
<i>Factores que podrían reducir la rentabilidad de los bancos</i> .....	152
<i>Exposición a los mercados inmobiliarios</i> .....	154
Presentación de información financiera y gestión del riesgo financiero .....	157
<i>Presentación de la información financiera y política prudencial</i> .....	161
VIII. Conclusión: afrontar los riesgos presentes y futuros ...	164
Los riesgos actuales .....	164
Cómo mitigar los riesgos actuales .....	169
Qué hacer si se materializan los riesgos .....	173
¿Pueden evitarse riesgos similares en el futuro? .....	178
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 auditoría .....	259
Resumen gráfico de los últimos cinco años .....	260

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 1 y el 9 de junio de 2006.

## Gráficos

II.1	Contribución al crecimiento mundial .....	14
II.2	Precios del petróleo y otros productos básicos y relación real de intercambio .....	15
II.3	Condiciones de financiación y crecimiento del crédito .....	17
II.4	Inflación mundial .....	19
II.5	Evolución de los precios relativos .....	21
II.6	Inflación, salarios y participación de los salarios .....	22
II.7	Globalización y salarios .....	23
II.8	Penetración de las importaciones y salarios por industria .....	24
II.9	Ciclos de inversión empresarial .....	28
II.10	Activos y deuda del sector privado .....	29
II.11	Precios de la vivienda y consumo privado .....	32
II.12	Evolución fiscal en diversos periodos de crecimiento .....	35
II.13	Indicadores de la balanza de pagos de economías exportadoras de petróleo .....	38
III.1	Contribución al crecimiento del PIB real .....	42
III.2	Crédito a los hogares .....	43
III.3	Posición exterior .....	47
III.4	Exportaciones .....	48
III.5	Factores de la demanda de activos de mercados emergentes .....	52
III.6	Evolución de las finanzas públicas .....	55
III.7	Ingresos gubernamentales, gasto primario y deuda pública .....	56
III.8	Inflación y cambios en los precios relativos .....	60
III.9	Tipos de interés oficiales reales .....	62
III.10	Tipos de cambio efectivos reales .....	64
III.11	Condiciones en los mercados financieros .....	67
IV.1	Indicadores económicos de Estados Unidos .....	69
IV.2	Diferencial de rendimientos, inflación y ciclos económicos en EEUU .....	71
IV.3	Indicadores económicos de la zona del euro .....	72
IV.4	Análisis monetario y política monetaria en la zona del euro .....	73
IV.5	Indicadores económicos de Japón .....	74
IV.6	Tipos de interés en Japón .....	76
IV.7	Objetivos de inflación y tipos de interés oficiales .....	77
IV.8	Precios de las importaciones e inflación .....	80
IV.9	Inflación mundial .....	81
IV.10	Principales indicadores de la globalización .....	82
IV.11	Volatilidad del crecimiento y la inflación en países industrializados avanzados .....	82
IV.12	Aplanamiento de las curvas de Phillips en países industrializados avanzados .....	84
IV.13	Factores internacionales que condicionan la inflación interna .....	85
IV.14	Tasas de desempleo que no aceleran la inflación (NAIRU) .....	86
IV.15	Política monetaria y liquidez general en países industrializados avanzados .....	89
IV.16	Política monetaria y liquidez general en economías de mercado emergentes .....	90
V.1	Tipos de cambio, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen .....	93
V.2	Tipos de cambio de otros países industrializados .....	94
V.3	Tipos de cambio en economías emergentes .....	94
V.4	Perspectiva histórica de los tipos de cambio efectivos reales .....	95
V.5	Tipos de cambio y diferenciales de tipos de interés .....	98
V.6	Tipos de cambio y razón de Sharpe .....	99
V.7	Balanza por cuenta corriente y posición activa exterior neta de EEUU .....	100

V.8	Tipos de cambio al contado y a plazo para el renminbi chino .....	102
V.9	Renta variable y renta fija en términos netos .....	104
V.10	Rentabilidad de la inversión directa de EEUU .....	105
V.11	Inversión extranjera directa de EEUU .....	107
V.12	Escenarios sobre la posición externa de EEUU .....	110
V.13	Posición neta en títulos de deuda y balanza de rentas de EEUU .....	111
VI.1	Tipos de interés .....	115
VI.2	Previsiones para 2006 y medidas de la compensación por inflación ..	115
VI.3	Curvas de los tipos de interés a plazo .....	116
VI.4	Volatilidades implícitas y estimaciones de la prima por plazo .....	118
VI.5	Fondos de pensiones y diferenciales de los bonos .....	120
VI.6	Inversión en valores a largo plazo de EEUU .....	121
VI.7	Cotizaciones bursátiles .....	123
VI.8	Operaciones favorables a los accionistas .....	124
VI.9	Fusiones y adquisiciones (M&A) .....	126
VI.10	Valoraciones y volatilidad en los mercados bursátiles .....	127
VI.11	Valoraciones y beneficios de las empresas de EEUU .....	129
VI.12	Diferenciales de los bonos de empresa .....	130
VI.13	Preferencia por el riesgo en los mercados de deuda .....	132
VI.14	Apalancamiento empresarial .....	133
VI.15	Perspectivas de solvencia empresarial .....	134
VI.16	Mercados emergentes: diferenciales de la deuda y calificaciones crediticias .....	137
VI.17	Previsión de calificaciones y diferenciales de la deuda soberana .....	138
VII.1	Crecimiento del crédito .....	142
VII.2	Indicadores de actividad en la banca de inversión .....	144
VII.3	Fondos de inversión libre: volumen, rendimiento y apalancamiento ..	145
VII.4	Volumen de los fondos de capital inversión .....	147
VII.5	Capital inversión: flujos de efectivo y rendimiento .....	148
VII.6	Volumen y riesgos de los préstamos para LBO .....	148
VII.7	Compañías de seguros: cartera de acciones y rendimiento .....	149
VII.8	Valoración del riesgo en los mercados de préstamos sindicados y de bonos .....	153

## Cuadros

II.1	Crecimiento e inflación .....	13
II.2	2005: un año atípico .....	18
II.3	Contribución de un factor común a la inflación en las economías avanzadas .....	20
II.4	Tendencias del ahorro e inversión mundiales .....	26
II.5	Indicadores de beneficios en ciertos sectores industriales mundiales .....	27
II.6	El sector de la construcción en ciertas economías .....	30
II.7	Evolución fiscal reciente y proyecciones a medio plazo .....	33
II.8	Balanzas por cuenta corriente mundiales .....	36
III.1	Crecimiento del producto y balanza por cuenta corriente .....	41
III.2	Inversión en activos fijos .....	44
III.3	Precios de consumo .....	45
III.4	Flujos netos de capital privado hacia economías de mercado emergentes .....	50
III.5	Reservas de divisas .....	64
III.6	Indicadores utilizados en diferentes regímenes de política monetaria .....	66
V.1	Variación anual de las reservas oficiales de divisas .....	97
V.2	Activos y pasivos de Estados Unidos frente al exterior, 2004 .....	103

V.3	Inversión extranjera directa, 2000–04 .....	106
V.4	Posición de EEUU frente al exterior .....	109
VII.1	Rentabilidad de los principales bancos .....	141
VII.2	Sensibilidad de los ingresos a las condiciones cíclicas .....	152
VII.3	Precios de los inmuebles de uso comercial .....	154
VII.4	Precios de la vivienda y deuda hipotecaria .....	156



## 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
...	no disponible
.	no aplicable

Los totales pueden no ser iguales a la suma de las partes debido a los redondeos



# 76° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual  
del Banco de Pagos Internacionales  
reunida en Basilea el 26 de junio de 2006*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 76° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se cerró el 31 de marzo de 2006.

El beneficio neto del ejercicio ascendió a 599,2 millones de DEG, frente a los 370,9 millones de DEG correspondientes al ejercicio anterior. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2005/06 pueden verse en la sección titulada "Beneficio neto y su distribución", que figura en las páginas 212 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 132,4 millones de DEG al pago de un dividendo de 245 DEG por acción (frente a los 235 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 46,7 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 414,1 millones de DEG, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2005/06 será pagadero a los accionistas el 3 de julio de 2006.

Basilea, 9 de junio de 2006

MALCOLM D KNIGHT  
Director General



# I. Introducción: resistencia ante las crecientes tensiones

El pasado año por estas fechas, la continuidad en el excelente comportamiento de la economía mundial despertaba una mezcla de satisfacción y sorpresa. Satisfacción, porque el vigoroso crecimiento económico y la persistente inflación reducida, especialmente en un buen número de economías de mercado emergentes, se traducían por lo general en un aumento del nivel de vida y en una reducción notable de la pobreza. Sorpresa, porque toda una serie de desequilibrios que, en opinión de algunos observadores, podrían haber amenazado claramente este buen comportamiento, todavía no lo habían hecho. Numerosas variables macroeconómicas fundamentales, que se habían desviado de manera sustancial y sostenida con respecto a sus patrones históricos, sorprendieron al no presentar ninguna de las señales habituales de reversión a su tendencia. Los niveles récord de endeudamiento de los hogares y su tendencia al alza, así como las nuevas subidas de los precios del petróleo, no lastraron el gasto en Estados Unidos. Tampoco se desplomaron en ningún país los precios de la vivienda, situados en máximos históricos, ni se interrumpió el auge de la inversión en China. Asimismo, los capitales siguieron fluyendo con facilidad hacia prestatarios de todo tipo y los mercados de divisas no se vieron alterados por el inesperado deterioro adicional de los desequilibrios externos, que ya partían de niveles sin precedentes.

Un año después, estas mismas sensaciones podrían suscitarse aún en mayor medida. Por una parte, siguen existiendo motivos de satisfacción. No sólo ha continuado la evolución económica favorable (véanse los Capítulos II y III), sino que también hay indicios de que ciertos aspectos de los desequilibrios podrían estar atenuándose. La recuperación económica parece consolidada en Japón y aumenta la probabilidad de un crecimiento más sostenido tanto en Alemania como en otros países de Europa continental. Esta situación reduce la dependencia de la expansión mundial con respecto a los dos polos de crecimiento anteriores, Estados Unidos y China. Como consecuencia de esta creciente expansión, los desequilibrios comerciales también podrían reducirse. Por otra parte, los motivos para la sorpresa son incluso mayores. Así, en el transcurso del pasado año se agravaron otros desequilibrios que ya antes parecían preocupantes; en concreto, el ingente endeudamiento registrado de nuevo este ejercicio aumentó los niveles de deuda y sus potenciales costes financieros. Pese a todo ello, la economía mundial ha cobrado dinamismo.

Sin embargo, este sostenido e intenso crecimiento económico ha comenzado a suscitar inquietud ante posibles presiones inflacionistas de alcance mundial, por lo que han empezado a modificarse las políticas que previamente habían favorecido unas condiciones monetarias internacionales extremadamente laxas (véase el Capítulo IV). Así, el mayor endurecimiento de

la política monetaria en Estados Unidos y Europa, el fin de la “relajación cuantitativa” y de la intervención en el mercado de divisas por parte de Japón y el anuncio de una modificación del régimen cambiario en China son sólo algunas muestras de los significativos ajustes de las políticas observados a lo largo del último año (véase el Capítulo V). La buena noticia —de nuevo grata aunque sorprendente— es que, hasta el cierre de este informe a finales de mayo, estos cambios no han ido acompañados de tensiones graves en los mercados financieros. El temor, que por fortuna no se ha materializado, era que la interacción entre los tipos de interés oficiales más elevados y los desequilibrios subyacentes afectara tanto a los mercados financieros como a la propensión al gasto, y tuviera un efecto conjunto sobre el crecimiento y el empleo mundiales.

Todo ello no significa que la reciente orientación más restrictiva de la política monetaria no haya tenido respuesta alguna. Diversos indicios apuntarían a que se habría alcanzado un cierto punto de inflexión. Los tipos de interés de la deuda a largo plazo han comenzado finalmente a subir, con mayor intensidad desde el comienzo de 2006, constatándose además efectos crecientes sobre otros mercados financieros (véase el Capítulo VI). Además, en Estados Unidos y en otros países, tanto los aumentos del precio de la vivienda (véase el Capítulo VII) como el dinamismo del sector de la construcción han perdido últimamente parte de su vigor. Evidentemente, el deseo de los responsables de las políticas económicas debe ser que continúe esta desaceleración ordenada para lograr un ajuste suave en una tasa de crecimiento sostenible. Éstas son, ciertamente, las previsiones de consenso, al igual que las del FMI y la OCDE.

Con todo, aun siendo éste el resultado esperado, ¿hasta qué punto podemos estar seguros de que así ocurra? En este sentido, cabría destacar que el ciclo de endurecimiento de la política monetaria a escala mundial no se encuentra tan avanzado como en Estados Unidos. Es más, los tipos de interés a largo plazo, variable clave en numerosos mercados financieros, sólo empezaron a subir significativamente a principios de 2006, por lo que aún podrían registrarse nuevos efectos adversos. Las experiencias históricas recientes de Japón, Alemania y el sudeste asiático ilustran la posibilidad de sufrir costosas desaceleraciones económicas, incluso tras dilatados periodos de excelentes resultados. Estos ejemplos muestran asimismo que los periodos prolongados de estabilidad de precios no constituyen garantía alguna de crecimiento robusto en el futuro.

En la actualidad, las autoridades económicas deberían, por prudencia, seguir centrándose en vigilar y dar respuesta a los riesgos que subsisten. Antes de que se materialicen, habría que considerar qué medidas pueden adoptar para minimizar tanto la probabilidad de experimentar dificultades como la magnitud de las pérdidas que se producirían en tal caso. Cuando ya surjan los problemas, habría que definir una estrategia para reducir los daños colaterales. En el capítulo de Conclusión, el presente Informe Anual aborda estos asuntos de carácter prospectivo y más normativo.

Lo que limita nuestra capacidad para evaluar tanto los problemas incipientes como sus posibles soluciones es el continuo proceso de cambio

estructural que atraviesa la economía mundial. Las nuevas tecnologías y la apertura de economías previamente cerradas a las influencias externas están afectando profundamente a la economía real. Por otra parte, el mecanismo de la inflación también ha cambiado, tal vez radicalmente. Además, el efecto combinado de la globalización, la consolidación y la creciente influencia de las fuerzas del mercado se ha dejado sentir también en el sector financiero. En este contexto, la buena noticia es que los bancos centrales parecen ser plenamente conscientes de estos cambios y de las incertidumbres que generan. Durante el pasado año se cuestionaron cada vez más los actuales marcos de política económica y se observaron indicios de notables esfuerzos para adaptarlos a las nuevas circunstancias. Así pues, el cambio está engendrando cambio, lo cual no es mala cosa.

### Afrontar los desafíos del éxito reciente

Las principales áreas geográficas registraron sin excepción un robusto crecimiento económico durante el periodo analizado. El impulso de esta expansión, originado en buena medida en Estados Unidos y los países asiáticos, benefició en primer lugar a las economías que exportan a estas regiones. A su vez, esta mayor demanda se tradujo en notables subidas de los precios de la energía y de otras materias primas, que beneficiaron, vía cantidades y precios, a las economías de mercado emergentes en su conjunto, incluida África por tercer año consecutivo. Por otra parte, también Japón y Europa continental dieron muestras más claras de recuperación, pese a resultar perjudicados por esta evolución de los precios.

A pesar de este satisfactorio dinamismo en términos agregados, el gasto en algunas de las economías de mayor crecimiento volvió a seguir un patrón muy poco corriente. Así, en Estados Unidos y algunos otros países, el consumo privado ha sido extraordinariamente elevado, al igual que la inversión privada en vivienda. Ambos componentes se han visto impulsados por condiciones crediticias laxas, el aumento de los precios de la vivienda y una capacidad financiera muy desarrollada para obtener financiación garantizada por el valor neto de la vivienda. Como consecuencia, la tasa de ahorro de las familias ha permanecido muy reducida (de hecho, marcadamente negativa en algunos países) y ha vuelto a aumentar el endeudamiento de los hogares. En China, por el contrario, el componente anormalmente elevado ha sido la inversión en capital fijo. En este país también han influido en gran medida las favorables condiciones crediticias, al igual que la presión política para obtener préstamos en proyectos que podrían no satisfacer los criterios habituales de riesgo de crédito. La inversión extranjera directa también ha jugado un papel fundamental, orientándose una gran parte de la producción hacia los mercados exteriores. Simplificando en exceso, cabría afirmar que estos patrones inusuales han convertido a los países de habla inglesa en el polo mundial donde se concentra el aumento del consumo de bienes comerciables, mientras que Asia, con China como eje central, se ha transformado en el polo mundial donde se originan los incrementos de producción.

En otras regiones, la desviación más destacada respecto a los patrones de gasto más convencionales ha sido una tasa de inversión empresarial persistentemente reducida, en un entorno caracterizado por la continuidad de un elevado nivel de ahorro de los hogares. La persistencia de una baja tasa de inversión en tantos países resulta particularmente desconcertante, por cuanto los beneficios registrados han sido generalmente elevados y las condiciones de financiación parecen ser aún muy ventajosas. Entre las posibles explicaciones de tan reducida inversión podrían citarse la dubitación en la toma de decisiones a raíz de anteriores excesos, así como la exigencia por los inversionistas de tasas de rentabilidad demasiado elevadas para un entorno de tipos de interés bajos. La influencia de estos factores, sin embargo, debería disminuir con el tiempo. Una explicación más pertinente podría basarse en las dudas sobre la rentabilidad futura de las inversiones, por distintos motivos. Uno de ellos podría ser el temor a que el crecimiento de los beneficios en periodos anteriores haya obedecido básicamente a factores irrepetibles, tales como descensos de los tipos de interés, rebajas impositivas y reducciones de costes. Otro motivo sería la convicción de que los elevados niveles actuales de gasto de las familias en países como Estados Unidos son insostenibles. Y aún otro podría ser la inquietud ante la competencia futura, especialmente la que procede de China y la India.

A escala internacional, el hecho de que Estados Unidos y otros países ahorren tan poco en relación con su inversión interna, mientras que otros países ahorran tanto, ha repercutido en un aumento de los desequilibrios externos hasta niveles récord. El déficit por cuenta corriente estadounidense a finales de 2005 equivalía al 6,5% de su PIB, pese a que la balanza de rentas seguía registrando saldos persistentemente positivos hasta hace bien poco. Prácticamente todas las áreas geográficas han contribuido a financiar el déficit estadounidense, especialmente China, Japón y recientemente los países exportadores de petróleo.

Al igual que la solidez de la demanda mundial, la evolución de la inflación a escala mundial también fue motivo de satisfacción en el último año. Aunque el encarecimiento de la energía tendió a elevar la inflación general, apenas se transmitió a los índices de inflación subyacente. En la mayoría de países, los salarios y prestaciones sociales permanecieron por lo general bajo control. Además, los aumentos de productividad tendieron a ser mayores en los países donde los costes salariales crecen más rápido, como Estados Unidos, compensándose sus efectos sobre los costes laborales unitarios. El hecho de que los beneficios empresariales, en porcentaje de la renta total de los factores, alcanzaran en 2005 cifras récord mundiales pese al encarecimiento de las materias primas conlleva asimismo implicaciones favorables: una compresión de los márgenes de beneficio podría contener, durante algún tiempo, nuevas presiones por el lado de los costes.

No obstante, al igual que sucede con los datos de demanda agregada, un examen minucioso de las cifras de inflación revela factores latentes que merecen atención. En primer lugar, los datos disponibles podrían no recoger de manera fiable las tendencias subyacentes de la inflación, ya de por sí complicadas de medir por los enormes cambios de los precios relativos en



los últimos años. Por ejemplo, los costes imputables a los servicios de la vivienda han ido aumentando de manera acusada en la mayoría de los países y, sin embargo, su medición para la elaboración de los índices de precios de consumo tiende a ser incorrecta, cuando no ignorada. En segundo lugar, el concepto de inflación "subyacente" excluye los precios de los componentes volátiles, cuando en realidad los precios de los productos energéticos excluidos han tendido al alza durante los tres últimos años. El encarecimiento de la energía y los mayores costes imputables a los servicios de la vivienda que soportan los consumidores aún podrían repercutir en la fijación de salarios. En tercer lugar, las restricciones que impone la regulación de los mercados y los subsidios fiscales han amortiguado en numerosos países los efectos del encarecimiento de la energía, si bien la tendencia es a su eliminación con el tiempo. Por último, cabe esperar crecientes presiones inflacionistas a medida que la economía mundial se acerque a la plena utilización de su capacidad productiva.

En los últimos trimestres, la creciente preocupación por la necesidad de "vigilancia" frente a las presiones inflacionistas potenciales se ha agudizado tras varios años de condiciones monetarias y crediticias muy acomodaticias. En Estados Unidos y la zona del euro, los tipos de interés oficiales han sido negativos en términos reales durante años, y desde principios de esta década se han situado muy por debajo de sus tasas de crecimiento potencial. Los agregados monetarios y crediticios apuntan en la misma dirección, habiendo experimentado todos ellos fuertes incrementos en los últimos años, la mayoría con tendencia a acelerarse en el periodo analizado. En las economías de mercado emergentes se aprecian pautas similares, como resultado de las tendencias internas hacia una rápida expansión del crédito y de los efectos sobre la liquidez interna de las cuantiosas entradas de capital. El reflujó posterior de fondos hacia los países industrializados, en forma de reservas de divisas, completa el proceso por el que las instituciones oficiales han inyectado liquidez a escala mundial.

La continuidad de las condiciones monetarias expansivas también influyó en el comportamiento de otras variables financieras durante el último ejercicio fiscal. Tal vez lo más destacado, a raíz de sus efectos en otros muchos mercados, fuese la tenaz resistencia a subir que opusieron los tipos de interés de la deuda estadounidense a largo plazo, a pesar de las considerables subidas del tipo de interés de los fondos federales en un contexto de crecimiento económico intenso y sostenido. De hecho, no fue hasta marzo de 2006 cuando el tipo de interés a largo plazo, tras continuas caídas, logró retornar a su nivel de junio de 2004, cuando la Reserva Federal inició el proceso de endurecimiento monetario. La evolución de los tipos de interés de los bonos fue similar en otros países industrializados, aunque con valores más reducidos dada la mayor debilidad de sus economías. Por una parte, una serie de estudios parecía confirmar la influencia de las ingentes compras de bonos a largo plazo por parte de bancos centrales extranjeros, principalmente en dólares estadounidenses, y de fondos de pensiones y compañías de seguros con el fin de cubrir sus pasivos a largo plazo. Por la otra, no puede descartarse por completo la posibilidad de que el mercado simplemente esté incorporando

en sus precios una mayor probabilidad de que se produzca una prolongada recesión económica, quizá como respuesta a los actuales excesos.

La evolución de otros mercados financieros, sin embargo, parecía no avalar demasiado estas interpretaciones más pesimistas. De hecho, los precios de casi todos los activos financieros a largo plazo han permanecido elevados. Los diferenciales de los bonos corporativos de alta rentabilidad se estrecharon hasta rozar sus mínimos del ciclo. Los diferenciales de la deuda soberana se redujeron aún más hasta alcanzar mínimos históricos, que básicamente se han mantenido hasta ahora. Con la excepción de los mercados estadounidenses, las bolsas de valores obtuvieron ganancias cuando menos constantes en casi todos los mercados internacionales en 2005, llegando a rozar lo espectacular en Japón y en numerosas economías de mercado emergentes. Además, conforme se señaló anteriormente, los precios de la vivienda continuaron subiendo en la mayoría de países. Por último, y también en consonancia con las previsiones optimistas, el coste de la prima por volatilidad esperada (derivado de los precios de las opciones) también ha sido extraordinariamente bajo en los últimos trimestres.

No resulta difícil encontrar factores específicos en cada uno de estos mercados que avalen una visión optimista del futuro. Por ejemplo, apenas se han registrado impagos en los bonos corporativos durante los últimos años. Además, en los países industrializados, muchos emisores soberanos se han visto favorecidos por mejores políticas internas, posiciones externas más sólidas y menor volatilidad macroeconómica. Con todo, el incremento simultáneo de los precios de todos estos activos a largo plazo invita a considerar la posibilidad de un factor común. En este sentido, dichos aumentos podrían reflejar —en diversos grados— el prolongado periodo de condiciones financieras laxas al que nos acabamos de referir. De hecho, la trayectoria reciente de los precios de las materias primas en general, y del petróleo y el oro en particular, avalan aún más esta interpretación. La tendencia alcista casi ininterrumpida de todos ellos comenzó hacia mediados de 2003, justo cuando los tipos de interés oficiales en los principales países industrializados alcanzaron su nivel más bajo del presente ciclo.

Aunque por motivos ligeramente distintos, los bancos centrales en la práctica totalidad de las grandes economías industrializadas endurecieron su política monetaria en el periodo analizado. Este proceso siguió liderándolo Estados Unidos, donde cada reunión del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal condujo a un aumento de 25 puntos básicos del tipo de interés oficial, hasta alcanzar el 5% a mediados de mayo de 2006. Aunque la medida de inflación subyacente preferida por la Reserva Federal permaneció bajo control, la inflación general alcanzó en 2005 máximos cercanos al 4,5%, por la influencia concreta de los mayores precios de la energía. Además, el descenso observado en los indicadores de la capacidad ociosa interna fue indicativo de posibles presiones inflacionistas adicionales, al igual que lo fueron la rápida y continua subida de los precios de la vivienda. El BCE también elevó sus tipos de interés en dos ocasiones, pese a niveles de capacidad ociosa relativamente más altos, expresando además su preocupación por la evolución de las variables incluidas en los dos pilares

que sustentan la estrategia de su política: por un lado, los mayores precios del petróleo elevaron la inflación general, reforzando aún más la necesidad de estar vigilantes ante futuras subidas salariales, y por el otro, el crecimiento del crédito se aceleró de forma acusada, en especial las hipotecas al sector de las familias.

Incluso en Japón, donde las autoridades se habían centrado durante años en combatir las presiones deflacionistas, los síntomas incipientes de una salida de la deflación llevaron al Banco de Japón a cambiar gradualmente su política monetaria instrumentada con “objetivos cuantitativos”. No obstante, el Banco de Japón aclaró que este cambio en ningún caso equivalía a una decisión de incrementar el tipo de interés a corto plazo. Al igual que los aumentos “medidos” de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, la finalidad de esta medida es evitar perturbaciones al liquidar las posiciones financieras contraídas durante el dilatado periodo de tipos de interés extremadamente bajos en Japón. La política monetaria también se endureció con cautela en otros países industrializados por motivos muy similares.

Este proceso de endurecimiento de la política monetaria tuvo un efecto secundario indeseado: las subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos superiores a las de otros países hicieron que el dólar se apreciara sustancialmente en términos efectivos durante la mayor parte de 2005, aunque más tarde retrocedió ligeramente. Este fortalecimiento del dólar no sólo contradujo las expectativas de los agentes que habían centrado su atención en el incremento —en realidad insostenible— del déficit exterior estadounidense, sino que tal vez incluso agravó dicho déficit. Las importaciones crecieron notablemente en porcentaje del PIB, y sólo en parte como resultado de los mayores precios del petróleo. En otras economías industrializadas, la debilidad de sus monedas ayudó a reducir el impacto en general adverso del encarecimiento de las materias primas y del deterioro de la relación real de intercambio sobre la balanza por cuenta corriente.

Era de esperar que el fortalecimiento del dólar, combinado con la subida del tipo de interés oficial en Estados Unidos, redujera los flujos de capital hacia las economías de mercado emergentes, debilitando con ello sus monedas. Sin embargo, de nuevo en contra de lo esperado, la gran mayoría de estas monedas se apreció, en algunos casos de forma sustancial, durante buena parte del periodo analizado. Esta evolución se produjo en parte como resultado de la mejora de las balanzas comerciales asociada al incremento de los precios de las materias primas y a la mejora de sus políticas internas, aunque también es cierto que las entradas de capital de muy distinta naturaleza crecieron hasta alcanzar niveles claramente superiores. Al parecer, conforme los tipos de interés subían en Estados Unidos, la financiación de las operaciones de *carry trade* (operación de arbitraje de tipos de interés entre monedas) que sostenían esos flujos de entrada simplemente se desplazó hacia otros países industrializados con tipos de interés más bajos.

Las economías de mercado emergentes reaccionaron ante estas presiones con diversas combinaciones de apreciación del tipo de cambio, intervención en el mercado de divisas y relajación de la política monetaria interna. Así, se observó en general mayor predisposición a aceptar monedas

más fuertes. Aun así, los tipos de interés reales se mantuvieron muy próximos a cero en muchas economías emergentes —excepto en América Latina— durante la mayor parte del periodo analizado, una situación muy similar a la observada en el grueso de los países industrializados. En cuanto a la intervención oficial en los mercados de divisas, el volumen de reservas mantenido por las economías de mercado emergentes alcanzó máximos históricos, aunque a un ritmo más lento. Si bien el aumento de las reservas fue una constante en la práctica totalidad de estos países, en el caso de China se alcanzaron proporciones espectaculares.

Entre febrero y mediados de mayo de 2006, conforme se generalizaba el patrón de mayor crecimiento económico y endurecimiento de las políticas monetarias en los países industrializados, comenzaron a observarse indicios de cambio en el entorno financiero. Tal vez lo más significativo fuese el fuerte incremento de los tipos de interés de la deuda a largo plazo en Estados Unidos, al igual que en Europa y Japón. Además, el dólar comenzó a debilitarse de nuevo —incluso a un ritmo cada vez mayor a partir de abril—, al tiempo que el yen y el euro se apreciaban. Las monedas de alta rentabilidad, como el dólar neozelandés, el forint húngaro y la corona islandesa, que previamente habían recibido el favor de los especuladores, se depreciaron de forma acusada conforme el mercado redirigía su atención hacia los desequilibrios internos de estos países (tales como el rápido aumento de los precios de la vivienda y las bajas tasas de ahorro privado) y hacia los elevados déficits exteriores asociados. Los mercados bursátiles de Oriente Medio, región muy favorecida por los mayores precios de la energía, cayeron incluso de forma más drástica al moderar los inversionistas regionales su exuberancia previa. También las bolsas de muchas otras economías de mercado emergentes retrocedieron en mayo, ante la retirada de inversionistas extranjeros. Continúa siendo una incógnita si estos acontecimientos presagian un retorno más generalizado y duradero hacia la prudencia por parte de los inversionistas. Cabe señalar que aunque en el pasado reciente han abundado los pronósticos erróneos de este cambio de actitud inversora, el contexto económico no era entonces, como lo es ahora, de endurecimiento de la política monetaria a escala mundial.

## Cambio estructural y de orientación de las políticas

Con el tiempo, los procesos productivos de la economía mundial han experimentado un notable grado de integración, especialmente a partir de principios de los años 90, lo que se ha traducido tanto en mayores niveles de productividad a escala internacional como en enormes aumentos de la oferta efectiva de mano de obra mundial. La interacción de ambos factores ha continuado presionando a la baja de forma directa los precios de los bienes y servicios comerciables, aunque en 2005 quizá con menor intensidad que en años anteriores. Sin embargo, han seguido produciéndose efectos indirectos, con repercusiones concomitantes para los procesos de determinación de salarios y precios. A este respecto, no sólo se dispone de crecientes volúmenes de mano de obra extranjera con los que afrontar

atascos en la producción, sino que las amenazas de traslado de fábricas enteras a países con menores costes resultan cada vez más creíbles. Por su parte, las operaciones de fusión y adquisición de empresas durante el pasado año reforzaron esas tendencias de largo plazo, especialmente en Europa. Asimismo, en el último ejercicio se hicieron más patentes los intentos de las empresas de economías de mercado emergentes por controlar compañías en otras economías semejantes y también en países industrializados. Este fenómeno marca una fase decisiva y más delicada desde un punto de vista político dentro del proceso de globalización.

Según avanzaba el año, fueron acrecentándose las muestras de resistencia a todas estas fuerzas. En Estados Unidos, el creciente déficit comercial bilateral con China intensificó la presión política para permitir la apreciación del renminbi. En este sentido, muchos consideraron insuficiente la leve revaluación de julio de 2005 y el anuncio de un nuevo régimen cambiario basado en una cesta de divisas, por lo que el Congreso de Estados Unidos introdujo una serie de proyectos de ley encaminados a imponer aranceles punitivos a las importaciones procedentes de China. Los grupos políticos estadounidenses también se opusieron con fuerza a los intentos de sociedades, primero chinas y más tarde de Oriente Medio, por adquirir cuotas de control en intereses estadounidenses. En Europa, la resistencia se materializó en medidas orientadas a impedir la liberalización del sector servicios dentro de la Unión Europea y a evitar las adquisiciones transfronterizas de empresas, especialmente en los sectores financiero y energético. En Francia, las protestas generalizadas en contra de medidas diseñadas para liberalizar el mercado de trabajo volvieron a atestiguar las incertidumbres y temores generados por el proceso de globalización.

El cambio estructural en curso también afectó a los mercados financieros internacionales en el periodo examinado. Un fenómeno positivo fue la mayor capacidad de los prestatarios de economías de mercado emergentes para emitir deuda denominada en moneda local, en ocasiones con plazos de vencimiento bastante largos. A lo largo del año, parece que estos bonos acapararon el interés de los fondos de pensiones y de otros muchos inversionistas, lo que refutaría la doctrina del "pecado original", según la cual los países con un pobre historial macroeconómico nunca vuelven a disfrutar de tales oportunidades de endeudamiento. Por supuesto, cabría preguntarse si este renovado acceso al crédito no resultará ser más que un mero subproducto pasajero de las ventajosas condiciones monetarias imperantes y de la mayor preferencia por el riesgo.

Otro fenómeno destacable fue la continuidad del espectacular crecimiento de los mercados de transferencia del riesgo de crédito, en particular para diversos tipos de bonos estructurados de titulización de deuda respaldados por una creciente gama de activos de riesgo, incluidos inmuebles de uso comercial. También este fenómeno supone un paso importante hacia mercados más completos y eficientes, a pesar de no estar exento de riesgos. Un grupo de trabajo sobre estos mercados, integrado por representantes del sector privado, elaboró un informe el pasado año en el que se presta especial atención a las frecuentes deficiencias de la documentación jurídica acreditativa

y a otros riesgos operacionales. Las autoridades supervisoras de Nueva York y Londres, donde opera la mayoría de estos mercados, reaccionaron de forma inmediata con enérgicas medidas de mejora.

La tarea de los bancos centrales se ha visto afectada, para bien y para mal, por estos cambios estructurales. En concreto, las perturbaciones positivas por el lado de la oferta, incluidos los efectos de la globalización en los mercados de trabajo, han facilitado el mantenimiento de la inflación en niveles reducidos. Menos favorable resulta que esta situación haya inducido a pensar que la batalla contra la inflación se ha ganado para siempre. Además, aun siendo más completos y, por lo general, más eficientes, los mercados financieros parecen haber infravalorado el riesgo en ocasiones y haber expandido excesivamente el crédito. Esta mezcla de dinero fácil y primas de riesgo bajas podría acabar generando inflación, desequilibrios financieros, o ambos.

En este sentido, los bancos centrales han mostrado en los últimos años mayor predisposición a incorporar todos estos aspectos en sus estrategias monetarias. Asimismo, han manifestando cada vez con más frecuencia la necesidad de elevar los tipos de interés oficiales hasta niveles más “normales” o “neutrales”. En términos más formales, el Banco de Japón ha enunciado las dos “perspectivas” que guiarán sus futuras decisiones de política, a saber, las previsiones de inflación a corto plazo y la necesidad de evitar problemas a largo plazo similares a los experimentados a finales de la década de los 80. Por su parte, la estrategia de los dos pilares del BCE también parece haber ido evolucionando en una dirección semejante. Todas estas modificaciones se sustentan en un creciente número de estudios empíricos que señalan que, a la hora de garantizar la estabilidad macroeconómica a largo plazo, tal vez las condiciones monetarias, crediticias y financieras sí que importen después de todo.

## II. La economía mundial

### Aspectos más destacados

La economía mundial creció con intensidad en 2005, mientras que la inflación permaneció contenida pese a la nueva subida de los precios del petróleo y otras materias primas. La expansión mundial, liderada a comienzos de año por Estados Unidos y China, se generalizó en el transcurso del ejercicio, extendiéndose a Japón y Europa continental.

Los contratiempos derivados de ciertos cambios en el entorno macroeconómico no impidieron que los datos de crecimiento e inflación mundiales superaran los optimistas pronósticos realizados al inicio de 2005. En primer lugar, las presiones inflacionistas apenas se dejaron sentir, pese al encarecimiento adicional de las materias primas después de tres años consecutivos de vigoroso crecimiento mundial. Segundo, la economía estadounidense conservó una notable fortaleza, a pesar del incremento del precio de la energía y de las perturbaciones provocadas por los huracanes. En tercer lugar, las condiciones de financiación a escala internacional siguieron respaldando el crecimiento, pese a la supresión gradual del tono acomodaticio de la política monetaria en Estados Unidos y, aunque en fase menos avanzada,

Crecimiento e inflación								
Variación anual media, en porcentaje								
	PIB Real				Precios de consumo <sup>1</sup>			
	Media 1991–2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>	Media 1991–2003	2004	2005	2006 <sup>2</sup>
Total <sup>3</sup>	3,6	4,8	4,3	4,4	11,8	3,1	3,2	3,2
Economías industrializadas avanzadas <sup>3</sup>	2,3	3,0	2,6	2,8	2,2	2,0	2,3	2,3
Estados Unidos	2,9	4,2	3,5	3,4	2,7	2,7	3,4	3,2
Zona del euro	2,0	1,8	1,4	2,1	2,4	2,1	2,2	2,1
Japón	1,1	2,3	2,6	3,0	0,5	-0,0	-0,3	0,4
Reino Unido	2,4	3,1	1,8	2,3	2,4	1,3	2,1	2,0
Otras economías <sup>3, 4</sup>	2,6	3,1	2,6	3,0	2,2	1,6	2,0	2,1
Economías emergentes <sup>3</sup>	5,4	7,3	6,9	6,7	25,9	4,9	4,5	4,4
Asia <sup>3, 5</sup>	7,2	7,9	8,0	7,7	6,1	3,8	3,3	3,7
América Latina <sup>3, 6</sup>	3,4	5,9	4,3	4,6	57,5	6,7	6,0	5,4
Europa central y oriental <sup>3, 7</sup>	0,5	6,9	5,9	5,6	80,4	8,7	8,6	6,9
Otras economías <sup>3, 8</sup>	2,3	4,8	5,4	5,0	5,5	1,0	2,3	2,9

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

Fuentes: Eurostat; © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.1

también en la zona del euro. Por último, la tranquilidad reinó en los mercados financieros a pesar del abultado e imprevisto deterioro adicional de la balanza por cuenta corriente en Estados Unidos durante 2005. Aunque la cifra del déficit exterior estadounidense excedió los pronósticos en cerca de 100.000 millones de dólares, el dólar se apreció en términos efectivos reales durante el año.

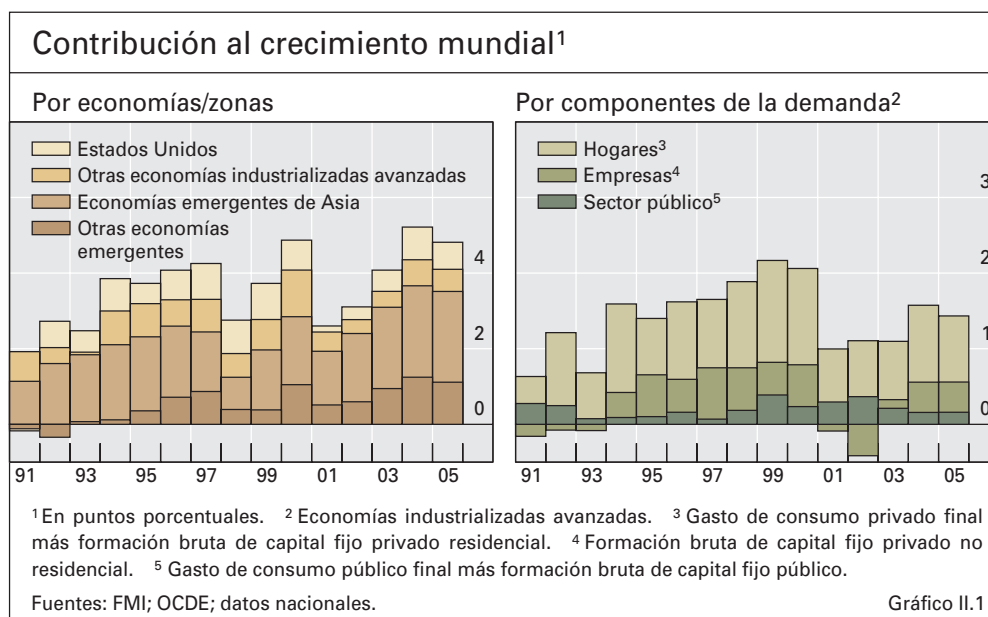
Las previsiones de consenso para 2006 sugieren la continuidad en todo el mundo del firme crecimiento y de la reducida inflación (véase el Cuadro II.1). La sólida confianza empresarial y unas tasas de desempleo bajas o en disminución respaldan el optimismo de las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Sin embargo, otros elementos de la expansión mundial en curso resultan menos favorables: elevados déficits públicos, posible insostenibilidad del escaso ahorro familiar en una serie de países industrializados, persistencia de tasas de inversión empresarial bajas y desequilibrios sin precedentes de las balanzas por cuenta corriente. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación son más inciertas, con el precio del petróleo en máximos históricos y la brecha del producto estrechándose o incluso cerrándose en muchos países.

## Situación general de la economía mundial

### *Continúan el intenso crecimiento y la baja inflación*

En 2005, el crecimiento del PIB mundial sobrepasó el 4% por tercer año consecutivo, lo que representa el periodo de expansión más intensa desde comienzos de la década de los 70. En el continente americano y Europa, el producto creció algo menos que en 2004, mientras que en Asia, el ritmo de avance se aceleró. La expansión económica continuó sin desmayo en China, al tiempo que la tan esperada reactivación japonesa estimuló el dinamismo de la región, en buena medida por la especial complementariedad entre la

Tercer año consecutivo de intenso crecimiento





estructura comercial nipona y la de los países asiáticos emergentes. El crecimiento conjunto de estos últimos representó el pasado año más de la mitad del aumento del producto mundial (véase el Gráfico II.1).

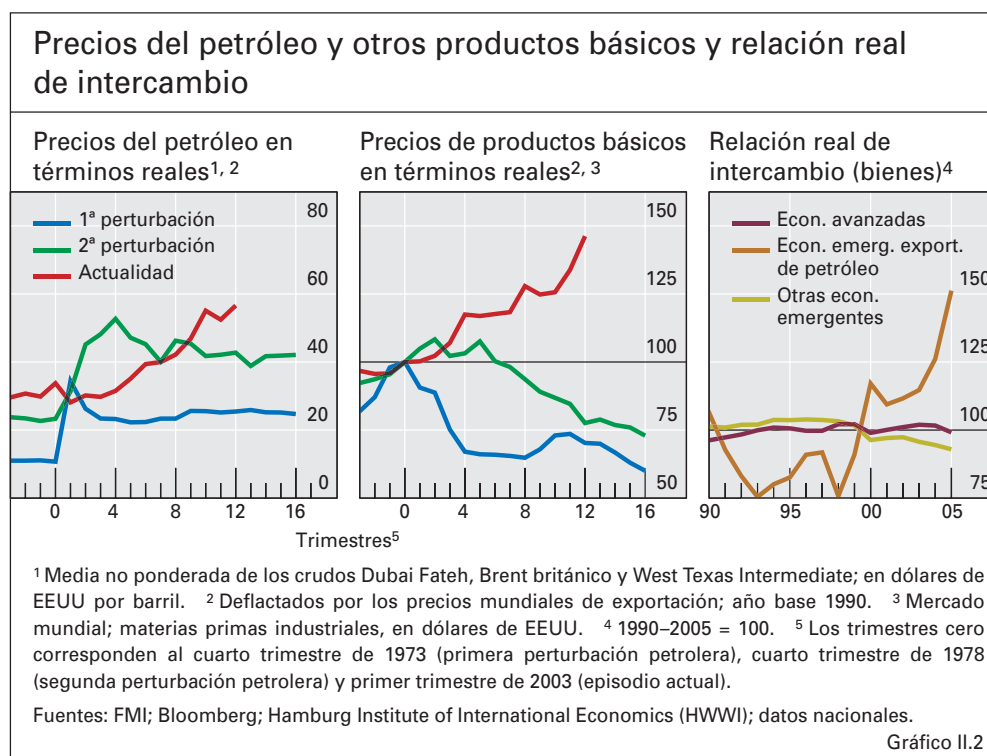
Los precios de las materias primas continuaron subiendo...

El rápido crecimiento de la demanda (especialmente en los países asiáticos emergentes) provocó una nueva subida de los precios de las materias primas en 2005, acentuada por las restricciones de capacidad en la extracción y el refinado de petróleo. Los precios al contado del crudo alcanzaron los 70 dólares por barril en agosto de 2005, con una subida en torno al 60% desde comienzos del ejercicio. El aumento gradual de los precios del crudo en términos reales durante los dos últimos años contrasta marcadamente con lo ocurrido en las dos perturbaciones de oferta causadas por el encarecimiento del petróleo en la década de los 70, cuando parte de las subidas iniciales de precios se corrigieron con relativa rapidez. Por su parte, los precios de los metales básicos y de otras materias primas han crecido en paralelo con los precios del crudo (véase el Gráfico II.2).

... pero el crecimiento económico mundial se mantuvo sólido...

La economía mundial ha sabido reaccionar de un modo sobresaliente a la nueva subida de los precios energéticos. La factura neta de las importaciones de petróleo representó el 1,5% del PIB en los países de la OCDE, medio punto porcentual más que en 2004, pero aproximadamente la mitad de la registrada en la década de los 70. Mientras que la expansión económica se mantuvo intacta en los países importadores de crudo, la mejora sustancial de la relación real de intercambio alentó el crecimiento en los países emergentes de América Latina, Oriente Medio y África que exportan petróleo u otras materias primas.

La persistente contención de la inflación amortiguó los efectos del encarecimiento de la energía sobre la demanda agregada de los países



importadores de petróleo. Así, la inflación de los precios de consumo sólo registró un ligero aumento con respecto a los niveles de 2004. Los efectos “de segunda ronda” del encarecimiento del crudo apenas se dejaron sentir, gracias a la continuidad de la moderación salarial y a la limitada capacidad de las empresas para influir en la formación de los precios. Además, las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron firmemente ancladas. En este contexto, los bancos centrales de Estados Unidos y, posteriormente, de la zona del euro y Japón adoptaron estrategias de supresión gradual de la orientación acomodaticia de sus políticas monetarias (véase el Capítulo IV).

... favorecido por una inflación contenida...

El mantenimiento en todo el mundo de condiciones de financiación favorables también ayudó a contrarrestar los efectos del encarecimiento de la energía sobre el crecimiento económico. Los tipos de interés reales a corto y largo plazo permanecieron muy por debajo de sus promedios históricos en las principales áreas monetarias. Unido a ello, las reducidas primas de riesgo provocaron una revalorización generalizada de los activos; en concreto, los precios de la vivienda se dispararon en numerosos países (véase el Capítulo VII) y las cotizaciones bursátiles alcanzaron máximos de varios años en la práctica totalidad de las economías (véase el Capítulo VI). Por otra parte, el extraordinario estrechamiento de los diferenciales crediticios llevó aparejada la aceleración del crédito a un ritmo comparable al de finales de los años 90.

... y unas condiciones de financiación favorables

#### *Indicios de una expansión económica más equilibrada*

Durante los primeros compases de 2005, Estados Unidos y China se mantuvieron como principales motores del crecimiento mundial. Al mismo tiempo, la pujanza del gasto de consumo estadounidense y la continuidad de la gran solidez de la inversión en China permitieron a la zona del euro y a las economías asiáticas emergentes superar el debilitamiento asociado a un ajuste de existencias en el sector industrial. De hecho, las exportaciones repuntaron en Europa en la primera mitad de 2005 y después en el resto de Asia, incluidas las de sectores de alta tecnología previamente rezagados.

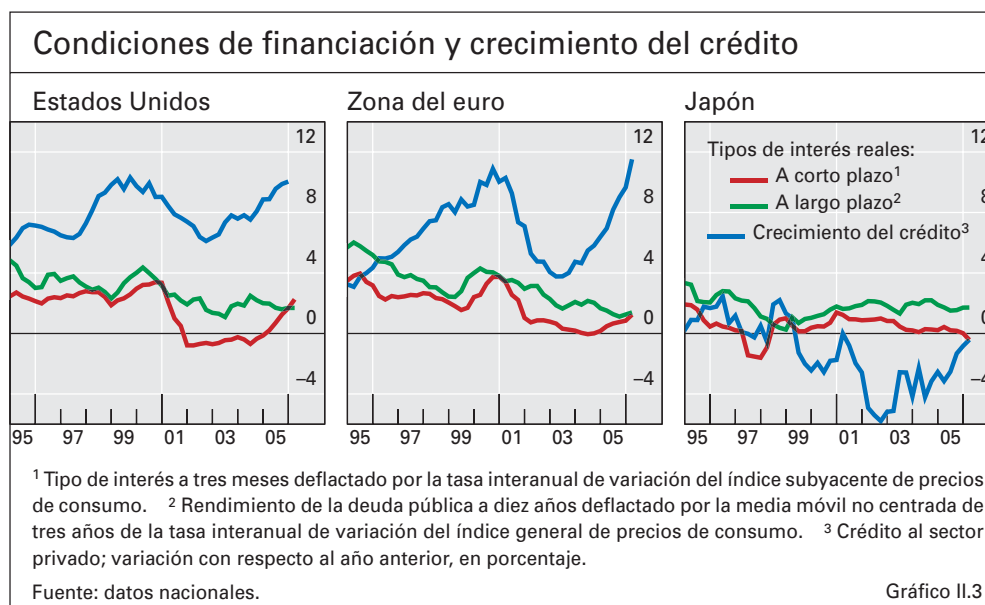
La expansión continuó en EEUU y China...

La expansión internacional se generalizó conforme transcurría el año. Mientras la economía estadounidense conservaba un notable dinamismo y China continuaba creciendo con fuerza, el fortalecimiento de la demanda interna estimuló la recuperación en Europa continental. En un entorno de intenso crecimiento de los beneficios, afianzamiento de la confianza empresarial y, más recientemente, utilización de la capacidad en aumento, el gasto empresarial en la zona del euro registró su mayor avance desde el año 2000, si bien el consumo privado no logró recuperarse. Los diferenciales de crecimiento entre las principales economías de la zona volvieron a ser considerables, fluctuando desde la rápida expansión económica de España hasta el estancamiento de Italia, pasando por un crecimiento inferior al promedio en Francia y Alemania.

... llegó a la zona del euro...

El incremento de la demanda interna alimentó la confianza en que la recuperación de Japón estaba firmemente asentada. El dinamismo del gasto empresarial y el cambio de tendencia en el crecimiento del crédito sugirieron que el proceso de ajuste de balances en los sectores empresarial

... y se consolidó en Japón



y financiero había completado su curso (véase el Gráfico II.3). La recuperación del consumo privado japonés se cimentó en la mejora del mercado de trabajo. Por otra parte, la demanda interna se consolidó en muchas de las economías asiáticas emergentes (véase el Capítulo III).

La expansión económica también se ha caracterizado por un mayor equilibrio entre los componentes de la demanda agregada. La inversión empresarial consiguió recuperarse en numerosas economías avanzadas. Su contribución al crecimiento de la demanda interna en 2005 fue comparable a la de auges previos en Estados Unidos y Japón, si bien algo inferior a la registrada durante la segunda mitad de los años 90 en la zona del euro. La aportación del gasto de los hogares —incluida su inversión en vivienda— al crecimiento total del PIB rondó el 67% en los países de la OCDE, frente a valores superiores al 80% en el primer lustro de la década actual. El reciente descenso responde a la desaceleración de la inversión en vivienda y al debilitamiento del consumo privado tras la moderación de la actividad en el mercado inmobiliario residencial en Australia y el Reino Unido, así como a las perturbaciones ocasionadas por los huracanes en Estados Unidos.

#### *Perspectivas y riesgos*

Las previsiones de consenso para 2006 señalan un crecimiento mundial nuevamente superior al 4%, unido a la continuidad de una inflación moderada. De hecho, el actual entorno económico resulta favorable en muchos aspectos. La confianza empresarial ha crecido en todo el mundo, lo que hace presagiar un ulterior aumento de la inversión de las empresas. Los mercados de trabajo en Estados Unidos y Japón se han fortalecido, con indicios de mejora también en la zona del euro. En Asia, el crecimiento económico parece estar ganando un fuerte dinamismo autónomo. También se espera

Crecimiento más equilibrado de los componentes de la demanda

Las previsiones de consenso sobre la continuidad del fuerte crecimiento en 2006...

que el crecimiento se acelere en América Latina y que se mantenga en Europa central y oriental.

No obstante, también se observan riesgos de que los resultados sean menos favorables de lo previsto. Al margen de acontecimientos potencialmente catastróficos como una pandemia de gripe aviaria o una crisis geopolítica, cabría cuestionarse la sostenibilidad a medio plazo de las actuales tendencias macroeconómicas.

Las principales variables económicas se configuran actualmente de un modo muy inusual (véase el Cuadro II.2). En primer lugar, los precios del petróleo han alcanzado nuevos máximos, duplicando en términos reales sus promedios de largo plazo. En este contexto, las presiones inflacionistas podrían llegar a intensificarse, especialmente a raíz del estrechamiento o incluso el cierre de las brechas del producto que se observa en numerosas economías. Segundo, los tipos de interés reales a largo plazo se mantienen en niveles muy bajos, pese a que subieron a comienzos de 2006. Aún no se conocen con certeza los motivos de estos niveles tan reducidos ni las consecuencias macroeconómicas que podrían derivarse si aumentaran con fuerza tras haber permanecido tanto tiempo deprimidos. En tercer lugar, mientras que las empresas de Estados Unidos son ahorradoras netas, el ahorro familiar en ese país se tornó negativo el pasado ejercicio. Por último, los déficits exteriores han crecido hasta niveles inusitados. La posición exterior del conjunto de países con déficit por cuenta corriente supera el 2,5% del PIB mundial, lo que obedece en gran medida al deterioro de la balanza estadounidense.

... están sujetas al "riesgo de eventos"...

... y a interrogantes sobre la sostenibilidad de los actuales patrones de crecimiento

2005: un año atípico						
Medias o totales anuales						
	2005	Máximo		Mínimo		Media 1980-2004
		Valor	Año	Valor	Año	
Crecimiento PIB mundial	4,8	5,3	2004	1,2	1982	3,4
Precio del petróleo en términos reales <sup>1</sup>	49,1	49,1	2005	14,0	1998	26,3
Tipos de interés reales a largo plazo de las economías del G-3 <sup>2</sup>	1,6	5,3	1990	1,6	2005	3,5
Tasa de ahorro personal EEUU <sup>3</sup>	-0,4	11,2	1982	-0,4	2005	6,1
Balanza financiera del sector privado empresarial EEUU <sup>4</sup>	1,3	1,9	2003	-2,7	1980	-0,4
Balanzas por cuenta corriente <sup>5</sup>	-2,8	-1,1	1995	-2,8	2005	-1,6

<sup>1</sup> Media no ponderada del Dubai Fateh, Brent británico y West Texas Intermediate; en dólares de EEUU por barril. Deflactado por los precios mundiales de exportación; año base = 1990. <sup>2</sup> Rendimiento de la deuda pública a 10 años, deflactado por la media móvil de tres años no centrada de las variaciones de los precios generales de consumo en los 12 meses anteriores. Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>3</sup> En porcentaje de la renta personal disponible. <sup>4</sup> Diferencia entre ahorro e inversión, en porcentaje del PIB. <sup>5</sup> Suma de las economías con déficit por cuenta corriente, en porcentaje del PIB mundial.

Fuentes: FMI; Bloomberg; datos nacionales.

Cuadro II.2

## Inflación y formación de salarios en la economía mundial

### *Evolución de la inflación mundial*

Continuidad de la inflación reducida y estable

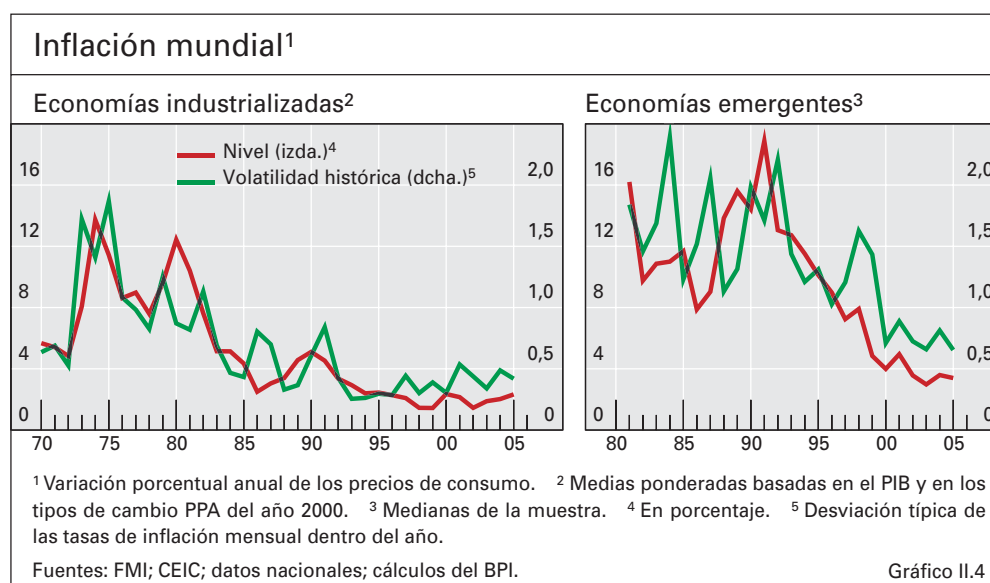
Durante el periodo analizado, la inflación mundial permaneció baja y estable pese a continuar el intenso crecimiento económico y el encarecimiento de la energía (véase el Gráfico II.4). En Estados Unidos, la inflación general de los precios de consumo aumentó hasta el 4,75% el pasado otoño debido al fuerte encarecimiento de la gasolina tras el paso de los huracanes, para moderarse después hacia finales de año. La inflación medida por el IPC general también siguió una trayectoria alcista en otros países industrializados avanzados durante el pasado año aproximadamente, sin abandonar todavía niveles históricamente bajos, mientras que se moderó en América Latina y permaneció relativamente estable en Europa central y oriental. Las tendencias inflacionarias en las economías asiáticas emergentes fueron desiguales, con un descenso de la inflación en China —pese a continuar su rápido crecimiento económico— y un aumento en muchos otros países (véase el Capítulo III).

Inflación subyacente prácticamente estable

Las tasas de inflación subyacente permanecieron prácticamente estables en Estados Unidos y Europa, abriéndose una brecha especialmente pronunciada entre ésta y la inflación general en el tercer trimestre de 2005. En Japón, el índice de inflación que excluye los alimentos frescos ascendió lentamente hasta rondar el 0,5% a finales de año, mientras que en las economías de mercado emergentes la inflación subyacente apenas varió.

Menor persistencia de la inflación...

El hecho de que la inflación general no siguiera el alza de los precios de la energía contrasta notablemente con las espirales de salarios y precios que caracterizaron la década de los 70, si bien está en consonancia con la tendencia más reciente a una menor persistencia de la inflación. Entre 1970 y 1989, más del 80% de las subidas de precios registradas en los países del G-7 a lo largo de seis meses consecutivos persistió al mes siguiente. Finalizados los años 90, este porcentaje se situó por debajo del 50% en Estados Unidos, y algo similar ocurrió en Canadá, Japón y el Reino Unido, mientras que en la zona del euro la evidencia disponible resulta más



heterogénea. Los datos también sugieren una menor persistencia de la inflación en numerosas economías emergentes.

Otra tendencia internacional que no ha variado es la menor dispersión de las tasas de inflación en todo el mundo. En 2005 la inflación se situaba en las economías avanzadas en un intervalo del 0% al 3%, cuando en 1980 el rango era de unos 20 puntos porcentuales. Los coeficientes de variación de las tasas de inflación disminuyeron desde 1,2 a mediados de los años 80 a menos de 0,5 en 2005. En cuanto a los mercados emergentes, el éxito de las medidas de estabilización adoptadas también ha reducido la dispersión de sus tasas de inflación desde mediados de la década de los 90.

Los factores que subyacen a estas tendencias de largo plazo no están del todo claros. La reducción en el nivel y la variabilidad de las tasas de inflación pueden explicarse en gran medida por un factor común a distintos países (véase el Cuadro II.3), aunque seguramente recoge motivos económicos muy distintos. Uno de estos factores es el cambio en la conducción de la política monetaria. Desde este punto de vista, las tendencias comunes de la inflación mundial responden a modificaciones simultáneas de las políticas económicas internas en numerosos países. Otro factor, genuinamente universal, es la creciente integración internacional de los mercados de bienes y de factores de producción, junto con el cambio de las condiciones de oferta y demanda a escala mundial. En este sentido, han sido fundamentales la apertura económica de China, la India y el antiguo bloque soviético, así como la creciente fortaleza económica de Asia y América Latina. La mayor relevancia de los indicadores de holgura de la economía mundial como determinante de la inflación interna es indicativa del carácter crecientemente universal del proceso generador de inflación (véase el Capítulo IV).

... y escasa dispersión mundial

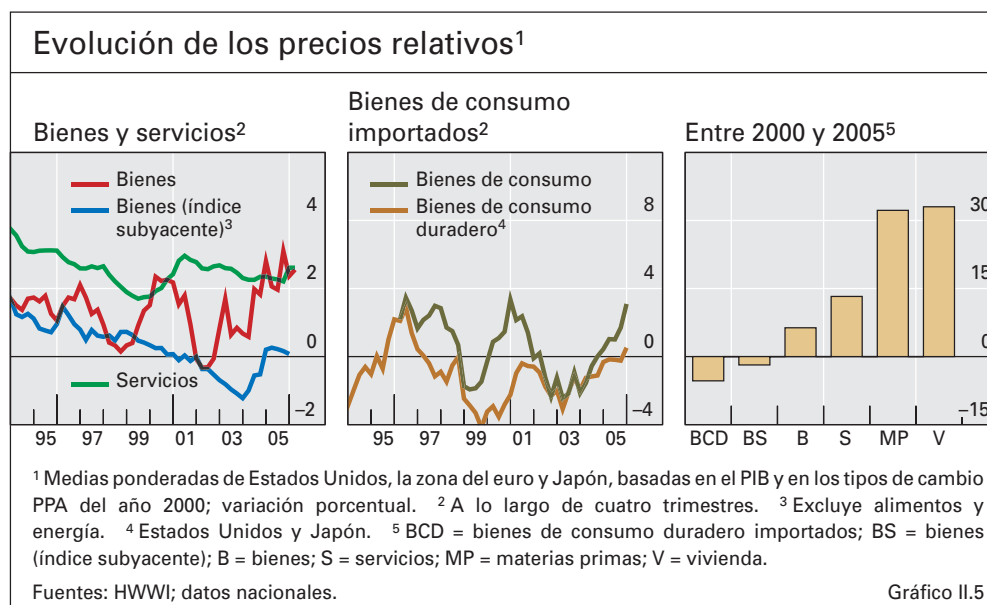
Factores subyacentes a la tendencia común de las tasas de inflación

Contribución de un factor común a la inflación en las economías avanzadas <sup>1</sup>										
	Nivel de inflación					Volatilidad de la inflación				
	Media 1970-89	Media 1990-2005	Diferencia <sup>2</sup>			Media 1970-89	Media 1990-2005	Diferencia <sup>2</sup>		
			Total	Debido a:				Total	Debido a:	
				Factor común <sup>3</sup>	Factor específico del país <sup>3</sup>				Factor común <sup>3</sup>	Factor específico del país <sup>3</sup>
Estados Unidos	6,1	2,8	-3,3	-3,7	0,4	0,7	0,1	-0,6	-0,4	-0,2
Japón	5,6	0,6	-5,0	-5,3	0,3	2,2	0,2	-2,0	-0,3	-1,7
Alemania	3,8	2,2	-1,6	-2,6	1,0	0,3	0,3	-0,0	-0,3	0,3
Francia	7,8	1,9	-5,9	-5,6	-0,3	0,9	0,1	-0,8	-0,6	-0,2
Reino Unido	9,5	2,6	-6,9	-6,9	0,0	2,4	0,3	-2,1	-0,5	-1,6
Italia	11,2	3,5	-7,7	-8,0	0,3	2,3	0,2	-2,1	-0,6	-1,5
Canadá	6,7	2,2	-4,5	-4,5	-0,0	0,7	0,3	-0,4	-0,5	0,1
OCDE	8,3	2,7	-5,6	-5,2	-0,4	1,7	0,4	-1,3	-0,4	-0,9

<sup>1</sup> Las tasas de inflación de 22 economías pertenecientes a la OCDE se descomponen en un factor común (es decir, variaciones paralelas entre países) y en factores específicos de cada país mediante un modelo factorial dinámico. <sup>2</sup> Diferencia entre 1970-89 y 1990-2005. <sup>3</sup> Contribución a esta diferencia.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

Cuadro II.3



Los cambios en los precios relativos indicarían que la globalización afecta a la inflación...

Las amplias fluctuaciones de los precios relativos a escala internacional durante aproximadamente los últimos cinco años avalan la interpretación de que los cambios en la economía real han alterado la dinámica de la inflación mundial. De un lado, los precios de los productos básicos han subido más del 30% (véase el Gráfico II.5). Esta subida coincide con una demanda pujante de materias primas, energía y otros productos básicos por parte de las economías emergentes. Así lo avala el hecho de que dos tercios del incremento del 20% en la demanda mundial de petróleo entre 1995 y 2005 correspondan a países no pertenecientes a la OCDE. De otro lado, las exportaciones de estas economías emergentes de reciente integración han ampliado la oferta de bienes manufacturados. Por ejemplo, en el periodo 2000–05 el volumen exportado por las economías asiáticas emergentes creció en torno al 15% anual. En este periodo, los precios de los bienes de consumo duradero importados por las principales economías industrializadas cayeron el 5% y los precios de numerosos bienes no comerciables siguieron aumentando.

... pero contrastan notablemente con experiencias previas

Estos cambios de los precios relativos contrastan enormemente con los patrones observados durante la perturbación causada por los precios del petróleo a finales de los años 70. Así, entre 1978 y 1981, los bienes, servicios y productos básicos se encarecieron en los países del G-3 a tasas más o menos uniformes comprendidas entre el 25% y el 35%.

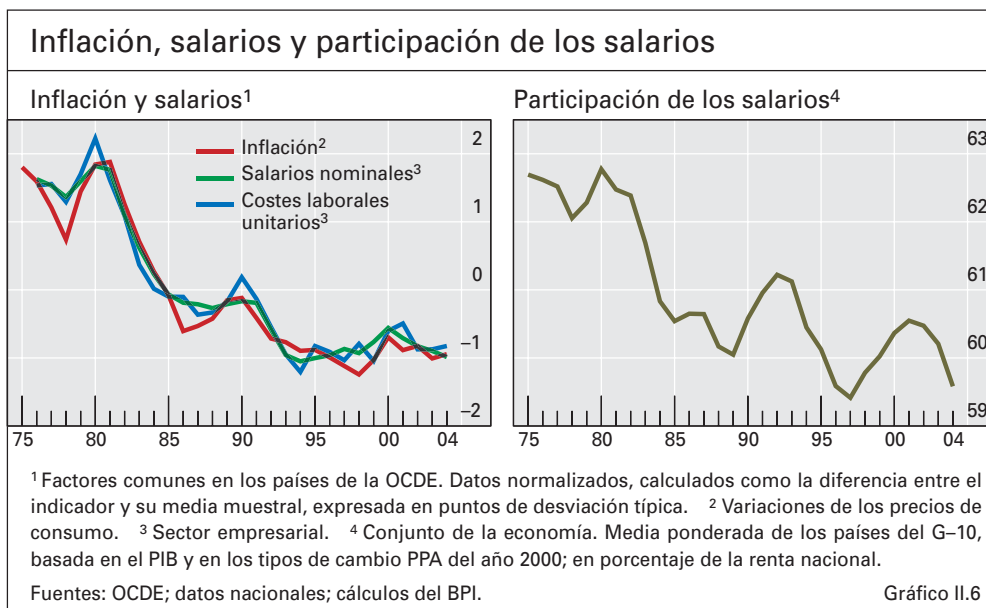
#### *Formación de salarios y globalización*

Contención prolongada del crecimiento de los salarios nominales...

La prolongada reducción de la inflación ha ido acompañada de una marcada contención en el crecimiento de los salarios nominales y de la moderación de los costes laborales unitarios. Además, la participación de los salarios en el conjunto de la economía ha disminuido un 5% a lo largo de las tres últimas décadas (véase el Gráfico II.6).

... debido a diversos factores

Sin duda, diversos factores han sido esenciales en este proceso. Numerosos observadores han sostenido que la mayor credibilidad de la política monetaria, merced a su respuesta más activa ante las perturbaciones



inflacionistas, ha contenido los incrementos salariales al proporcionar un anclaje más firme para las expectativas de inflación (véase el Capítulo IV). Además, el mayor crecimiento de la productividad del trabajo gracias a la intensificación del capital y al progreso tecnológico también ha contribuido a limitar el incremento de los costes laborales unitarios. Por último, junto con el menor grado de sindicalización y la mayor descentralización de la negociación colectiva, el proceso de desregulación de los mercados de trabajo nacionales a lo largo de la última década ha tendido a reducir el poder de negociación de ciertos grupos de trabajadores.

Al mismo tiempo, no debe subestimarse la influencia del proceso de globalización. Según algunas estimaciones, la integración de las economías de mercado emergentes en los procesos productivos internacionales ha duplicado la oferta efectiva de factor trabajo en la economía mundial. Este fenómeno, unido a otros aspectos de la globalización, podría haber influido en las políticas laborales y en la formación de salarios en los países industrializados avanzados. Tres canales, al menos, parecen haber intervenido en este proceso.

En primer lugar, el aumento de la movilidad internacional del factor trabajo ha contribuido a atenuar las restricciones de oferta en los mercados de trabajo nacionales, moderando las presiones alcistas sobre los salarios, especialmente para los trabajadores menos cualificados (véase el Gráfico II.7). La constatación de que un creciente número de puestos de trabajo es permeable a la competencia de los inmigrantes podría influir significativamente en los salarios de países con alta movilidad transfronteriza de trabajadores. En Estados Unidos, por ejemplo, donde la oferta de trabajo masculina creció un 11% entre 1980 y 2000 a causa de la inmigración, se estima que ésta ha aminorado el ritmo de crecimiento de los salarios en 3 puntos porcentuales. En Europa occidental prácticamente se ha duplicado el promedio del porcentaje anual de inmigrantes sobre la población total

La globalización ha alterado la formación de salarios...

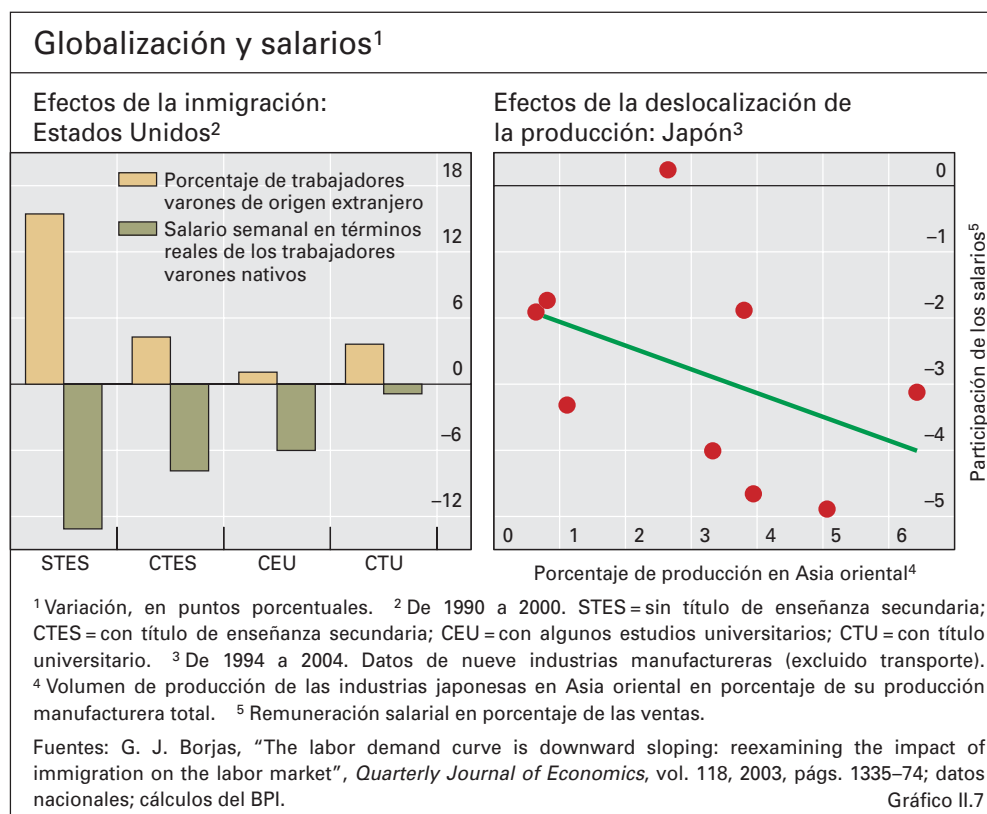
... mediante la mayor movilidad del factor trabajo...

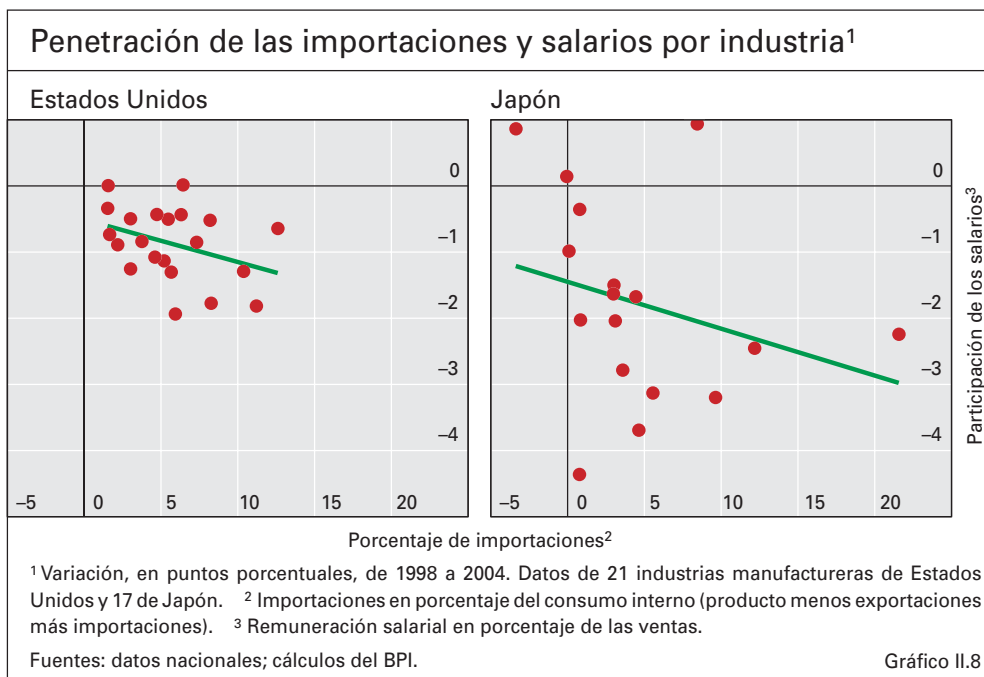


desde la caída del Telón de Acero en 1989. Además, los efectos salariales de la movilidad transfronteriza del factor trabajo en Europa podrían haberse acentuado tras la ampliación de la UE en 2004. Por ejemplo, en 2005 se ha observado en el Reino Unido una caída sustancial de la remuneración de las horas extraordinarias en sectores con un alto porcentaje de mano de obra inmigrante.

... la deslocalización de la producción...

En segundo lugar, la deslocalización de la producción —real o latente— ha limitado el poder de negociación de trabajadores y sindicatos en un buen número de países industrializados. La rápida progresión del comercio de insumos materiales, como piezas y componentes, revela la creciente integración vertical de los procesos productivos a escala mundial. El comercio internacional de piezas y componentes creció en promedio un 9% en el periodo 1990–2000, mientras que el conjunto del comercio mundial lo hizo un 6,5%. En Estados Unidos, la participación de los insumos materiales procedentes del exterior en las importaciones totales pasó del 12% en 1992 al 17% en 2000. Aunque hasta la fecha los efectos se han dejado sentir básicamente en el sector industrial, los puestos de trabajo más cualificados y mejor remunerados en el sector servicios están cada vez más expuestos a la competencia. El impacto de la deslocalización de instalaciones productivas es perceptible en Japón, donde la participación de los salarios ha tendido a caer más en sectores con estrategias de deslocalización más activas (véase el panel derecho del Gráfico II.7). En Alemania, algunas empresas grandes han logrado negociar reducciones de los salarios reales a cambio de renunciar a sus planes de deslocalización de la actividad productiva.





Por último, la apertura a la competencia internacional de los mercados de bienes y, de forma creciente, también de servicios ha intensificado las presiones competitivas sobre los productores de economías industrializadas avanzadas. La mayor exposición de los mercados de bienes a la competencia internacional ha obligado a las empresas de estos países a redoblar sus esfuerzos para reducir costes. La rebaja de las nóminas salariales ha sido fundamental para acortar la ventaja en costes de que disfrutaban los productores de economías de reciente globalización como China y la India. De hecho la participación de los salarios ha disminuido en promedio más en los sectores que soportan una mayor penetración de importaciones, como es el caso de la confección textil (véase el Gráfico II.8).

... y el aumento de la competencia

#### Perspectivas

Las previsiones de consenso apuntan a que en 2006 la inflación seguirá baja y estable, aunque el grado de incertidumbre es mayor recientemente, al sugerir diversos indicadores un aumento del riesgo de inflación por la mayor utilización de los recursos. Así, las brechas del producto interno se están estrechando o incluso cerrando en numerosas economías y la utilización de la capacidad productiva en el sector industrial se sitúa en los países del G-3 por encima de la tendencia secular. Con todo, resulta difícil calibrar el grado real de ociosidad de los factores de producción en las principales economías avanzadas. Por ejemplo, la tasa de desempleo que resulta sostenible sin que se generen presiones inflacionistas podría haber disminuido merced a variaciones en la tasa de participación en el mercado de trabajo o a reformas estructurales. Un factor más importante quizá sea la moderación de la respuesta salarial a las brechas del producto interno como resultado del proceso de globalización, lo que reduciría los riesgos inflacionistas.

Las previsiones de consenso sugieren la continuidad de inflación reducida

Podría continuar la baja inflación de los precios de los bienes...

En este contexto, el principal interrogante es si persistirá la reducida inflación de los bienes comerciables, pese a las continuas subidas de los precios de las materias primas y de la energía. La aceleración de los precios industriales en las principales economías avanzadas a lo largo de 2005 es un claro indicio de la acumulación de presiones inflacionistas en las etapas intermedias del proceso productivo. Siendo así, la respuesta al citado interrogante dependerá en buena medida de si las empresas son capaces de recuperar poder de fijación de los precios de consumo (y, en ese caso, cuándo) y de si permanecerán contenidos los aumentos de los costes salariales. A este respecto, los indicadores son algo contradictorios.

... pues parece continuar la deslocalización de la producción...

La inversión extranjera directa en las economías de mercado emergentes mantuvo su vigor, lo que podría indicar que el proceso de deslocalización productiva aún no ha tocado a su fin. La penetración de las importaciones ha seguido creciendo, sugiriendo la continuidad de las presiones a la baja sobre precios y salarios internos. El crecimiento de los salarios nominales en las principales economías industrializadas se ha mantenido hasta ahora muy por debajo de sus niveles históricos habituales, lo cual, combinado con los sólidos aumentos de productividad laboral previstos, debería contener el ritmo de crecimiento de los costes laborales unitarios.

... aunque el aumento de los precios de importación plantea interrogantes

Al mismo tiempo, parece haberse frenado la tendencia a la baja de los precios de los bienes de consumo duradero importados y de los bienes de consumo del índice subyacente. Con todo, muy poco se conoce acerca de los procesos de formación de salarios y precios y de la operativa de los mercados de trabajo en economías de reciente globalización. Algunos indicios, como el avance de dos dígitos de los costes laborales en algunos empleos industriales en zonas costeras de China, indican un menor grado de holgura productiva en esa economía. Asimismo, la creciente utilización de los recursos y la persistencia de fuertes presiones alcistas sobre los precios de las materias primas podrían ser indicativas de un estrechamiento de la brecha del producto incluso a escala mundial.

## El ahorro y la inversión del sector privado

### *Tendencias*

Los países exportadores de petróleo y los asiáticos emergentes elevaron el ahorro mundial...

En 2005, el ahorro mundial creció hasta el 22% del PIB, cifra en torno a 1,5 puntos porcentuales mayor que la registrada en el mínimo cíclico de 2002 y comparable al promedio de los años 90 (véase el Cuadro II.4). Este incremento obedeció de nuevo al mayor ahorro en las economías emergentes. En 2005, las economías emergentes exportadoras de petróleo elevaron su tasa de ahorro en cuatro puntos porcentuales, ampliando así su contribución al ahorro mundial. Por su parte, los países asiáticos emergentes siguieron patrones de ahorro dispares. En China, la tasa de ahorro nacional aumentó de nuevo en 2005, hasta rondar el 51%. El crecimiento intenso y sostenido de los beneficios de las empresas chinas sugiere que este aumento podría ser básicamente reflejo del creciente ahorro empresarial, lo que implicaría que las tasas de ahorro de las familias permanecieron bastante estables en un nivel

Tendencias del ahorro e inversión mundiales					
En porcentaje del PIB					
	Media 1990-99	Media 2000-03	2004	2005	Pro memoria: 1991- 2005 <sup>1</sup>
Ahorro mundial	22,1	21,2	21,4	22,0	-1,0
Economías avanzadas <sup>2</sup>	21,7	20,1	19,4	19,4	-3,2
Estados Unidos	16,3	15,5	13,4	13,3	-2,9
Zona del euro	21,2	20,9	21,2	20,9	-1,0
Japón	31,4	26,7	26,4	26,8	-7,6
Economías emergentes <sup>3</sup>	23,7	25,4	28,6	30,3	6,0
Países asiáticos en desarrollo	31,2	32,0	36,0	38,2	9,7
China	38,7	37,1	46,8	51,3	13,5
América Latina	18,3	18,5	21,3	21,8	2,5
Europa central y oriental	21,1	18,8	18,5	18,8	-8,0
Inversión mundial	22,7	21,4	21,7	22,2	-1,6
Economías avanzadas <sup>2</sup>	22,0	20,7	20,5	20,9	-2,5
Estados Unidos	18,7	19,2	19,6	20,0	1,5
Zona del euro	19,8	20,7	20,5	20,9	0,7
Japón	29,0	24,0	22,7	23,2	-9,7
Economías emergentes <sup>3</sup>	25,5	24,3	26,4	26,4	1,2
Países asiáticos en desarrollo	32,0	29,7	33,4	34,3	4,0
China	37,0	35,0	43,3	44,1	9,4
América Latina	21,0	20,1	20,6	20,7	1,1
Europa central y oriental	23,8	23,1	24,3	24,0	-3,6

<sup>1</sup> Variación acumulada, en puntos porcentuales. <sup>2</sup> Incluidas las economías asiáticas de reciente industrialización. <sup>3</sup> Economías emergentes distintas de las economías asiáticas de reciente industrialización.

Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro II.4

muy elevado, cercano al 25% del PIB. En cambio, las tasas de ahorro descendieron en las restantes economías asiáticas emergentes y apenas variaron en Europa central y oriental y en América Latina.

El ahorro nacional en las economías industrializadas avanzadas permaneció estable en tasas muy inferiores al promedio de la última década, aunque con acusados contrastes entre países. En Alemania, el ahorro de las familias volvió a aumentar quizá por precaución, mientras que en Estados Unidos y España, donde la riqueza inmobiliaria creció con fuerza en 2005, las tasas de ahorro cayeron de forma pronunciada. Paralelamente, el sector empresarial en Estados Unidos y en otras economías avanzadas continuó siendo ahorrador neto. En la medida en que este mayor ahorro de las empresas ha elevado el valor de los activos frente al sector empresarial en los últimos años, el menor ahorro de los hogares podría contemplarse como una respuesta a esta situación. Pese a ello, en Estados Unidos tanto la tasa de ahorro de las familias, que según la mayoría de indicadores se tornó negativa en 2005, como la tasa de ahorro nacional parecen haber alcanzado valores insosteniblemente reducidos.

... mientras que el de ahorro en las economías avanzadas permaneció estable

La inversión en China aumentó de nuevo

Las tasas de inversión internas remontaron ligeramente en 2005 en los países desarrollados y se mantuvieron en general estables en las economías emergentes. De nuevo, hubo divergencia en las pautas de los países asiáticos emergentes. En China, la inversión interna se incrementó otro punto porcentual, mientras que apenas varió en el resto de países asiáticos emergentes, con lo que la formación bruta de capital fijo se situó en niveles muy inferiores a los previos a la crisis asiática.

Desplazamiento hacia la inversión empresarial en las economías avanzadas

En las economías avanzadas se produjo un desplazamiento de la actividad inversora desde la construcción de viviendas hacia la formación de capital fijo en el sector empresarial. El crecimiento de la inversión en vivienda en los países de la OCDE se moderó hasta el 3,5%, frente al 6,5% registrado en 2004. La inversión empresarial se mantuvo firme en Estados Unidos y se recuperó en países como Japón, las economías nórdicas, países exportadores de materias primas como Australia y Canadá, y algunos miembros de la zona del euro como Bélgica y Alemania, mientras que permaneció relativamente débil en el Reino Unido e Italia.

#### *Beneficios e inversión empresariales*

Nuevo aumento de los beneficios empresariales

Los beneficios de las empresas volvieron a crecer en 2005, pudiendo haber alcanzado máximos históricos en porcentaje del PIB mundial. Los factores que sustentan esta gran expansión en años recientes parecen ser de ámbito mundial, aunque la evolución concreta de cada sector también fue determinante. Los márgenes de explotación han aumentado en los sectores no financieros durante los últimos años (véase el Cuadro II.5). Este incremento

Indicadores de beneficios en ciertos sectores industriales mundiales <sup>1</sup>						
En porcentaje de los ingresos						
	Superávit de explotación <sup>2</sup>			Beneficios después de impuestos		
	2004-05	Variación <sup>3</sup>		2004-05	Variación <sup>3</sup>	
		2001-02	1995-99		2001-02	1995-99
Líneas aéreas	3	3	-3	2	3	-1
Automóviles	4	0	0	2	1	0
Productos químicos	9	3	1	6	3	1
Equipos informáticos	5	2	0	4	4	0
Maquinaria industrial	8	2	2	5	3	2
Minería	22	4	9	17	6	9
Productores de petróleo y gas	14	3	5	9	3	4
Minoristas	5	1	1	3	1	1
Programas informáticos	26	2	0	18	5	3
Telecomunicaciones	16	3	-2	9	13	-1
Servicios públicos	14	3	1	7	3	1

<sup>1</sup> Medias ponderadas en función de los ingresos de empresas incluidas en el World Equity Market Index. <sup>2</sup> Diferencia entre los ingresos y los gastos totales de explotación. <sup>3</sup> Diferencia entre la media 2004-05 y la media 2001-02 y 1995-99, respectivamente.

Fuentes: Datastream; cálculos del BPI.

Cuadro II.5

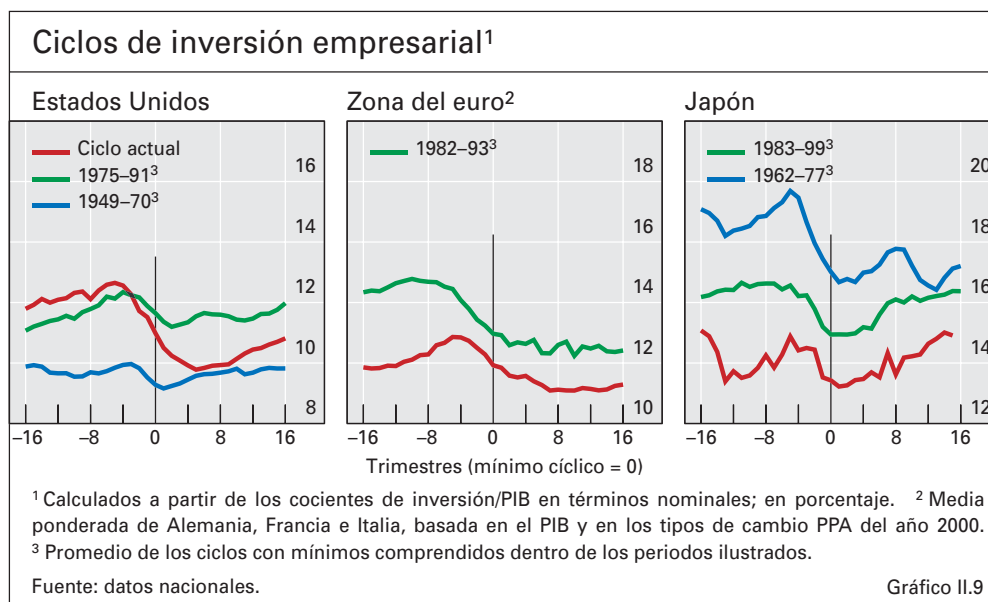
elevó los márgenes de explotación de muchos sectores por encima de los niveles registrados en segunda mitad de los años 90. Especialmente en los sectores relacionados con las materias primas los márgenes son ahora mucho mayores. Aunque la capacidad de fijación de precios continuó siendo limitada en numerosos sectores, el sustancial descenso de los costes laborales en la mayoría de ellos permitió márgenes de explotación más amplios. El hecho de que los beneficios hayan crecido aún más en el actual periodo expansivo puede atribuirse en gran medida a otro fenómeno de ámbito mundial, a saber, costes financieros mucho más reducidos.

Los beneficios récord, las elevadas cifras de tesorería y los reducidos tipos de interés no han logrado disparar la inversión empresarial. La formación de capital fijo empresarial se recuperó en 2005 y, en términos reales, creció en general en las economías avanzadas en consonancia con ciclos anteriores. Sin embargo, la relativa debilidad de la inversión al inicio de la etapa expansiva actual parece haber generado un déficit acumulado en la formación de capital. De hecho, en las economías del G-3, la tasa de inversión empresarial en términos del PIB permaneció reducida en comparación con patrones previos (véase el Gráfico II.9). En el Cuadro II.5 se observa que, en la mayoría de los sectores analizados, la proporción de activos fijos sobre el total de activos en 2004-05 fue significativamente menor que en la segunda mitad de los años 90, lo que confirma la idea de relativa debilidad inversora.

Las reducidas tasas de inversión nominal en términos del PIB continúan desconcertando en la mayoría de las economías avanzadas, si bien una explicación podría ser el abaratamiento relativo de la inversión empresarial fija. Por ejemplo, en Japón y Estados Unidos, el precio relativo de los bienes de equipo ha caído entre un 25% y un 40% desde 1980, lo que se traduciría en menores tasas de inversión en términos nominales en la medida en que el efecto de los precios relativos no se compense con un uso más intenso del capital.

Los niveles de inversión permanecieron por debajo de sus patrones históricos

Los menores precios de los bienes de equipo podrían explicar los reducidos niveles de inversión...



... al igual que los cambios en el proceso productivo

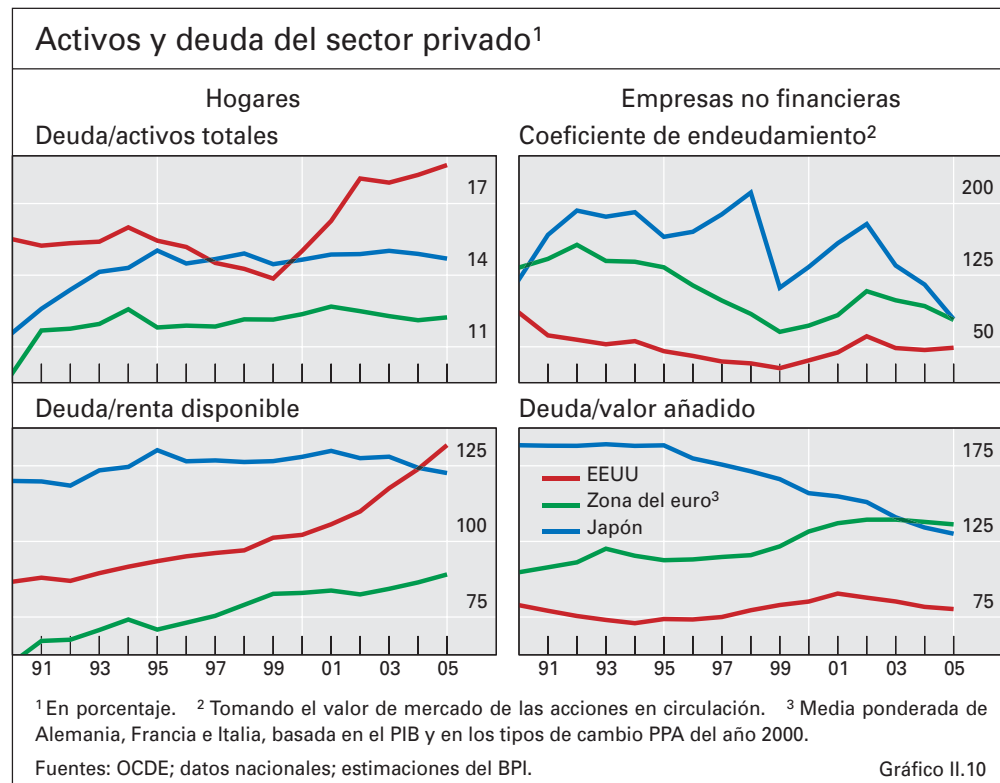
Los cambios en la estructura de la actividad económica también podrían explicar este descenso en la inversión. Parece que activos intangibles como la imagen de marca y los métodos de trabajo son en la actualidad más relevantes para la producción que en la década precedente. Sin embargo, es posible que las estadísticas no recojan adecuadamente esta clase de inversiones. Además, la globalización de los procesos productivos podría haber moderado las tasas de inversión en las economías avanzadas. De hecho, si bien los flujos de inversión extranjera directa han sido elevados, especialmente en China, no es evidente que hayan reemplazado a la inversión en el país de origen. En el caso de las multinacionales estadounidenses, la integración vertical a escala internacional parece conllevar una mezcla de mayor inversión interna y externa, en lugar de una mera deslocalización de la producción interna.

Las tasas de descuento de la inversión pueden ser relativamente elevadas en algunos sectores...

En algunos sectores, unas tasas de descuento elevadas en relación con los rendimientos esperados de la inversión podrían haber disuadido de cualquier incremento de la capacidad productiva. Los posibles motivos abarcan desde la exigencia de alta rentabilidad por parte de los accionistas, hasta las reducidas rentabilidades esperadas de la inversión, debido a las dudas en torno a la sostenibilidad del auge en ciertos mercados. De hecho, la inversión en el sector del petróleo parece haber sido relativamente débil a escala mundial, pese al intenso crecimiento de sus beneficios en los últimos años.

... y el recuerdo de anteriores excesos inversores aún podría ser relevante

En este sentido, no está claro a qué ritmo irá desapareciendo la huella dejada por anteriores excesos inversores. Por una parte, la inversión en algunos sectores de TI ha repuntado en los dos últimos años. Desde una óptica más general, la reducción del apalancamiento de los balances en respuesta a las difíciles condiciones de financiación tras el desplome del mercado bursátil



en 2001 y el ulterior endurecimiento del gobierno corporativo parece haber seguido su curso, de modo que los coeficientes de endeudamiento han disminuido en las principales economías avanzadas (véase el Gráfico II.10). Por otra parte, el auge mundial de las adquisiciones apalancadas de empresas (LBO) en 2005 indica un mayor interés por comprar activos fijos existentes, en lugar de crear otros nuevos.

### *Inversión en vivienda y mercados inmobiliarios*

La inversión en vivienda se mantuvo sólida, pese a la leve desaceleración de su crecimiento en 2005. En porcentaje del PIB, en Australia y Estados Unidos superó en aproximadamente 1,5 puntos porcentuales su promedio de largo plazo (5%), mientras que en España rondó el 9%, casi tres puntos porcentuales por encima del valor medio de los 10 últimos años. En cambio, la situación en Alemania y Japón contrasta notablemente con la de otras economías avanzadas donde las tasas de inversión en vivienda son superiores a la media.

En Estados Unidos, la vivienda continuó siendo el principal motor del reciente auge en el sector de la construcción, manteniéndose en los primeros meses de 2006. En España, el sector vive su decimotercer año consecutivo de expansión, impulsada y financiada en gran medida por la demanda externa, principalmente jubilados del norte de Europa nacidos durante la explosión demográfica de la posguerra que adquieren su segunda vivienda en la costa mediterránea.

Durante las dos últimas décadas, el sector de la construcción (tanto inmuebles de uso residencial como comercial) ha atravesado por diversos ciclos en las principales economías industrializadas. Los periodos de fuerte actividad tendieron a ser bastante prolongados (entre cuatro y diez años o incluso más) en los países que se muestran en el Cuadro II.6. En esos periodos, el sector de la construcción representó entre el 10% y el 15% del crecimiento

La inversión en vivienda mantuvo su solidez...

... al igual que la construcción

Características de anteriores ciclos en la construcción

El sector de la construcción en ciertas economías <sup>1</sup>							
En porcentaje							
	Periodo de fuerte actividad <sup>2</sup>					Cambio del máximo al mínimo <sup>5</sup>	
	Periodo	Tasa de crecimiento medio <sup>3</sup>	Contribución al crecimiento <sup>4</sup>	Máximo en proporción del PIB nominal	Máximo en proporción del empleo	Producción real	Empleo
Alemania	1988-94	3,1	9	6,3	8,5	-18	-20
España	1994-2004	4,9	11	9,7	13,2	-20	-19
Estados Unidos	1983-86	8,3	9	4,7	5,0	-13	-8
Japón	1992-2000	2,6	3	4,4	5,2	-21	-2
	1985-90	7,1	15	9,9	9,6	-21	-2

<sup>1</sup> Según se define en las cuentas nacionales (PIB por sector industrial). <sup>2</sup> Periodo ininterrumpido de crecimiento anual medio del valor real añadido en el sector de la construcción cercano al 3% o superior. <sup>3</sup> Variación media anual. <sup>4</sup> Contribución al crecimiento del PIB real, en porcentaje del aumento del PIB. <sup>5</sup> Variación experimentada en la construcción entre su punto máximo y su posterior mínimo; media de hasta tres recesiones importantes desde 1970.

Fuentes: OCDE; datos nacionales.

Cuadro II.6



del PIB mundial, hasta un 10% de la producción total de la economía en el punto álgido del ciclo, y su empleo representó hasta un 13% de la población activa total. En Estados Unidos, por ejemplo, el sector creció un 8,5% de media anual durante el auge de 1983–86, aportando un 9% al crecimiento del PIB en ese periodo. No obstante, la expansión de este sector durante los años 90 fue menos acusada, si bien su participación en el empleo creció en cierta medida. Por otra parte, este auge de la construcción también genera efectos de arrastre positivos en sectores relacionados, como los servicios inmobiliarios y de arrendamiento financiero. Por ejemplo, en el periodo 1983–86 la participación de estos servicios en el PIB creció un 0,7% en Estados Unidos.

Las recesiones en la construcción tendieron a ser prolongadas...

Al igual que ocurrió en el periodo de auge, las recesiones en el sector de la construcción también fueron prolongadas y profundas. En Alemania, España, Estados Unidos y Japón, su producción en términos reales se contrajo entre el 13% y el 21% durante las principales desaceleraciones de las tres últimas décadas y el empleo en el sector disminuyó casi un 20%.

... especialmente en Alemania y Japón

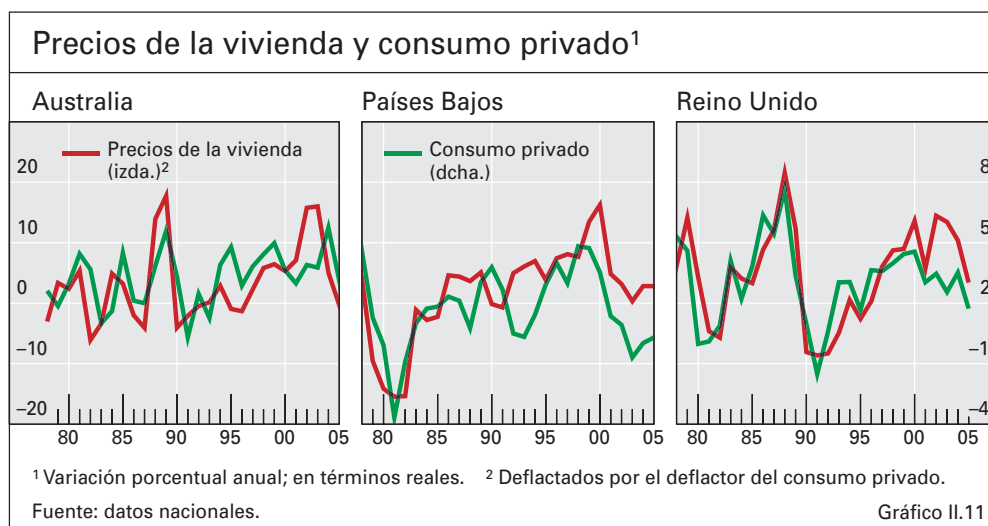
Las recesiones más recientes en Alemania y Japón fueron especialmente profundas. En el primer caso, tanto la producción como el empleo en el sector cayeron un 30% entre 1994 y 2004. Solo a lo largo de 2005 comenzaron a apreciarse síntomas incipientes de reactivación en la actividad constructora. En Japón, por su parte, este sector todavía no se ha recuperado del estallido de la burbuja inmobiliaria de 1990; la producción del sector en términos reales se contrajo casi un 30% entre 1990 y 2003. Sin embargo, el empleo aumentó ligeramente, por la ocupación de numerosos trabajadores de la construcción en los proyectos de obras públicas acometidos en el marco de las políticas fiscales expansivas de la década de los 90. Aun así, los efectos de esta contracción en el sector se dejaron sentir con claridad en agregados macroeconómicos como el consumo privado, debido a los sustanciales recortes salariales de los trabajadores del sector.

La desaceleración en el mercado de la vivienda debería debilitar el consumo...

La desaceleración de la actividad en el mercado inmobiliario y la menor inflación de los precios de la vivienda también implicarían un menor respaldo al gasto de consumo por otras vías. En primer lugar, la riqueza inmobiliaria crecería a menor ritmo (o incluso caería). En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, se reduciría la capacidad para obtener liquidez con préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda. Australia, los Países Bajos y el Reino Unido han experimentado episodios de desaceleración de los precios de la vivienda que han coincidido, en los tres casos, con un notable debilitamiento del crecimiento del consumo en términos reales (véase el Gráfico II.11).

... aunque las recientes desaceleraciones han tenido efectos moderados hasta ahora

No obstante, al menos en Australia y el Reino Unido, la desaceleración de los precios de la vivienda afectó al consumo menos de lo que muchos habían anticipado. De hecho, en ambos países, la variación de los precios de la vivienda en términos reales durante la primera mitad de la presente década repercutió menos en el consumo real que en los 25 años anteriores. Una posible explicación estriba en que el sector de las familias anticipó hasta cierto punto una corrección debido a la rápida escalada de los precios de la vivienda. Otra explicación sería que, en la reciente coyuntura económica de crecimiento robusto y desempleo reducido, los hogares australianos y británicos



recortaron menos sus planes de gasto en comparación, por ejemplo, los holandeses durante la desaceleración económica de 2001–03. Por último, cabe señalar que, aunque los precios de la vivienda se estabilizaron en Australia y el Reino Unido, no llegaron a caer de forma significativa en términos reales.

Los eventuales efectos para la demanda agregada de una desaceleración de la actividad en el mercado de la vivienda siguen siendo una incógnita. La gran expansión inmobiliaria actual resulta excepcional no sólo por su duración y magnitud, sino también por el comportamiento similar de los precios de la vivienda a escala internacional, que han crecido con rapidez en un buen número de países avanzados y también en numerosas economías emergentes, como China y Corea. Además, esta etapa de auge ha coincidido en muchos países con un cambio duradero en las posibilidades de financiación. Por el lado de la oferta, ha aumentado la gama de fórmulas contractuales para la concesión de préstamos destinados a la compra de vivienda. En consecuencia, ha disminuido el coste del endeudamiento hipotecario, al tiempo que ha crecido su disponibilidad, facilitando el acceso de nuevos grupos de hogares al mercado inmobiliario. En concreto, la concesión de préstamos a quienes no reúnen los requisitos para obtener financiación bancaria tradicional ha aumentado significativamente en los países donde está permitida. Los reducidos tipos de interés han contenido hasta ahora los costes financieros del endeudamiento, pese a que su nivel sigue aumentando (véase el Gráfico II.10).

Continúa la incertidumbre sobre los efectos de la desaceleración del mercado de la vivienda

## La política fiscal

Aunque los resultados fiscales en 2005 fueron en general mejores que los previstos hace un año, los déficits públicos siguieron siendo elevados en numerosas economías avanzadas. Ante la evolución cíclica favorable, el déficit total disminuyó alrededor del 1% del PIB en Estados Unidos y Japón, y en torno a medio punto porcentual en la zona del euro (véase el Cuadro II.7). Los déficits presupuestarios estructurales, que extraen el componente cíclico del

Mejora de los resultados fiscales en 2005...

Evolución fiscal reciente y proyecciones a medio plazo <sup>1</sup>											
	Posición financiera			Posición estructural <sup>2</sup>			Deuda pública bruta		Cambio en la posición financiera a medio plazo <sup>3</sup>		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2005	2006	Año	Posición financiera	Deuda pública bruta
Estados Unidos	-4,7	-3,8	-3,6	-4,4	-3,7	-3,7	64	64	2009	1,3	0
Zona del euro	-2,8	-2,4	-2,3	-2,3	-1,6	-1,6	78	78	2008	1,1	3
Alemania	-3,7	-3,3	-3,1	-2,7	-2,2	-2,1	70	71	2009	1,8	1
Francia	-3,7	-2,9	-2,9	-2,9	-2,0	-2,1	77	76	2009	2,0	3
Italia	-3,5	-4,3	-4,2	-3,4	-3,7	-3,6	121	122	2009	2,8	7
España	-0,2	1,1	1,1	0,3	1,3	1,3	50	48	2008	-0,4	7
Japón	-6,3	-5,2	-5,2	-5,6	-4,9	-5,3	172	175	2011	1,6	0
Reino Unido	-3,3	-3,2	-3,4	-3,6	-3,1	-3,1	47	50	2011	1,6	-3
Canadá	0,7	1,7	2,2	0,6	1,7	2,1	69	63	2011	-1,1	26
Australia	1,3	1,5	0,9	1,2	1,5	1,0	14	13	2010	0,2	9 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Administraciones Públicas, en porcentaje del PIB. <sup>2</sup> Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial. <sup>3</sup> Variación, en puntos porcentuales, entre 2005 y el año mostrado; definiciones nacionales. Una cifra positiva indica respectivamente una reducción del déficit/aumento del superávit y una reducción de la deuda bruta, y viceversa. <sup>4</sup> Deuda neta.

Fuentes: Comisión Europea; FMI; OCDE; datos nacionales. Cuadro II.7

déficit total, también disminuyeron, aunque sus niveles siguen indicando la imperiosa necesidad de acometer un nuevo ajuste presupuestario en un gran número de economías.

... de forma sustancial en Estados Unidos...

La mejora de la situación fiscal en Estados Unidos obedeció al fuerte crecimiento de los ingresos, especialmente por la mayor recaudación del impuesto de sociedades y la adopción de controles relativamente estrictos sobre el gasto no discrecional. Las previsiones para 2006 sugieren un déficit más o menos similar, debido a la desaceleración del crecimiento de los ingresos y a los costes asociados con la reconstrucción tras el paso de los huracanes y con la contienda militar actual en el exterior.

... y moderada en la zona del euro

El leve crecimiento real registrado en la zona del euro contribuyó a mejorar ligeramente los indicadores de ingresos, mientras que los del gasto permanecieron prácticamente estables. Con todo, los déficits superaron nuevamente el valor de referencia del 3% del PIB en cuatro países del área (incluidos Alemania e Italia), mientras que Francia rozaba dicho límite. Los programas presupuestarios para 2006 prácticamente no contemplan restricciones fiscales en la zona del euro, dadas las previsiones de aceleración de la actividad económica hacia su potencial.

Menores déficits en Japón, pero niveles de deuda todavía altos

En Japón, el déficit total disminuyó más rápido de lo previsto, desde más del 8% del PIB en 2002–03 hasta algo más del 5% en 2005. Esta mejora se debió a que la recaudación de los impuestos de sociedades y de la renta de las personas físicas fue superior a la esperada, aunque también contribuyó cierta contención del gasto en el presupuesto suplementario. En términos ajustados por el ciclo, el déficit cayó por debajo del 5% del PIB. No obstante, tras una década de abultados desequilibrios presupuestarios, Japón ha acumulado un volumen de deuda pública bruta superior al 170% del PIB, el mayor con diferencia entre las principales economías industrializadas.

La deuda neta es considerablemente más baja, en torno al 85% del PIB, pero aún se sitúa muy por encima de los niveles de la mayoría de los restantes países avanzados.

Más allá de 2006, la aplicación de políticas de consolidación fiscal continúa rodeada de incertidumbre en numerosas economías. Las autoridades estadounidenses anunciaron su intención de reducir el déficit federal hasta cerca del 1,5% del PIB en 2009, aunque las medidas fiscales concretas para alcanzar este objetivo están pendientes de confirmación. En la zona del euro, la estrategia de contracción fiscal diseñada es meramente gradual. Un aspecto clave es el rigor con que se exigirá el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado. Aunque existen opiniones divergentes al respecto, la mayoría de las autoridades económicas sostiene que las nuevas reglas han debilitado el "brazo correctivo" del Pacto (es decir, el procedimiento de déficit excesivo) y que permitirán una mayor flexibilidad en la aplicación de la política fiscal. Alemania se ha marcado como objetivo reducir su déficit por debajo del 3% del PIB en 2007, esencialmente a través de una subida de 3 puntos porcentuales en el tipo impositivo del IVA. En Japón, las autoridades han decidido adelantar un año, al ejercicio fiscal de 2011, la fecha objetivo para la consecución de un superávit primario, aunque tampoco se han concretado las medidas que se aplicarán para lograrlo.

Las perspectivas de consolidación fiscal siguen rodeadas de incertidumbre

#### *Desafíos para la sostenibilidad fiscal*

La condición básica para la sostenibilidad fiscal (que el volumen de deuda pública no crezca a largo plazo por encima del PIB nominal) ha dejado de cumplirse en Estados Unidos y en la zona del euro desde 2001, y desde finales de la década de los 80 en Japón. De hecho, durante el periodo más reciente de expansión económica en la zona del euro, sus déficits públicos estructurales aumentaron (véase el Gráfico II.12), mientras que en Estados Unidos disminuyeron en su última etapa expansiva (2002–05), aunque mucho menos que durante la fase de crecimiento de los años 90.

La persistencia de elevados déficits públicos...

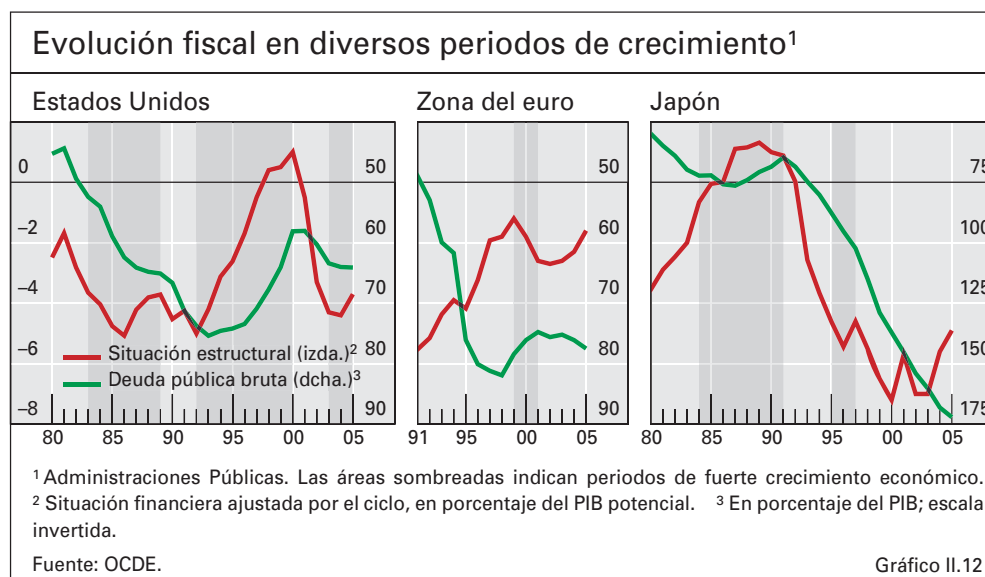
La persistencia de déficits públicos abultados, incluso en un contexto de fuerte crecimiento mundial y tipos de interés bajos, ha suscitado inquietud sobre la sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas en los principales países industrializados. Esta inquietud se ve acentuada por las presiones presupuestarias derivadas de los gastos necesarios para mantener una población más envejecida y también por las perspectivas de menor crecimiento potencial.

... ha acentuado la preocupación por su sostenibilidad

En las próximas décadas, el envejecimiento de la población afectará progresivamente a la sostenibilidad fiscal. Las proyecciones de gasto público en pensiones por jubilación en los países que aparecen en el Cuadro II.7 apuntan a un aumento medio de casi el 3% del PIB en 2050, aunque con diferencias notables entre países. Por ejemplo, si se compara con las cifras del año 2000, el gasto en pensiones en proporción del PIB disminuiría en Italia y el Reino Unido, pero se elevaría hasta ocho puntos porcentuales en España.

La sostenibilidad es más apremiante a medida que crece el gasto en pensiones...

Las previsiones sugieren un enorme incremento del gasto público en programas de asistencia sanitaria y atención a la tercera edad. Según la OCDE,



... y aumentan los costes de la asistencia sanitaria

de no aplicarse políticas económicas adecuadas, esta rúbrica podría crecer en los principales países industrializados incluidos en el Cuadro II.7, desde un promedio del 7% del PIB en 2005 hasta un 13% en 2050. Por otra parte, y a diferencia del gasto en pensiones, el crecimiento del gasto en asistencia sanitaria y atención a la tercera edad se prevé bastante uniforme en los distintos países. Incluso teniendo en cuenta el impacto estimado de medidas destinadas a contener el ritmo de crecimiento de estos gastos, el valor medio de esta partida aumentaría en 3,5 puntos porcentuales, hasta alcanzar un promedio del 10,5% del PIB en 2050.

El crecimiento más lento plantea otros riesgos...

Todas estas proyecciones incorporan el supuesto de una evolución macroeconómica relativamente favorable. Por ello, si la renta nacional creciera por debajo de lo previsto, el deterioro de la posición presupuestaria estructural se aceleraría. En la zona del euro y Japón, también cabría esperar un significativo descenso del crecimiento medio del PIB potencial, a menos que los efectos del envejecimiento de la población queden compensados con una jubilación más tardía y con mayores ganancias de productividad, lo cual, a su vez, acentúa la necesidad de acometer reformas estructurales. A este respecto, la situación de Estados Unidos se presenta más favorable, al preverse un menor impacto de la desaceleración del crecimiento de la población y al haber mostrado, de forma sistemática, mayores ganancias de productividad durante la pasada década.

... al igual que lo hacen los tipos de interés más altos

Los reducidos tipos de interés a largo plazo han encubierto en cierta medida la gravedad del problema de la deuda pública. Entre 2000 y 2005, los pagos netos por intereses satisfechos por el Gobierno disminuyeron 0,6 puntos porcentuales del PIB en Estados Unidos y 0,8 puntos porcentuales en la zona del euro. En Japón, los costes del servicio financiero de la deuda se redujeron 0,2 puntos porcentuales del PIB durante el mismo periodo, pese al enorme incremento del endeudamiento público. Por ello, una subida de los tipos de interés a largo plazo por encima de lo esperado complicaría la adopción, por parte de las autoridades fiscales, de las medidas correctoras necesarias para lograr la sostenibilidad de las finanzas públicas. En este

sentido, la situación de Estados Unidos es menos favorable que la de otros países, debido a su reducida tasa de ahorro nacional.

## Evolución de la balanza por cuenta corriente

### *Nuevo aumento de los desequilibrios externos*

Los desequilibrios por cuenta corriente en la economía mundial se agravaron en 2005. En Estados Unidos, el déficit exterior alcanzó los 800.000 millones de dólares, el 6,5% del PIB, con un incremento de casi 140.000 millones en el año (véase el Cuadro II.8). En la zona del euro la balanza por cuenta corriente agregada se mantuvo prácticamente en equilibrio, si bien con diferencias notables por países: en Alemania el superávit ascendió a más de 110.000 millones de dólares (el 4% del PIB), mientras que en España el déficit casi alcanzó los 85.000 millones de dólares (el 7,5% del PIB). Por otra parte, Japón mantuvo un elevado superávit, en torno a 170.000 millones de dólares, o el 3,5% del PIB. También registraron superávits elevados algunas economías europeas más pequeñas, como Noruega y Suiza.

Fuerte incremento adicional del déficit por cuenta corriente en EEUU

El encarecimiento de la energía volvió a explicar en gran medida los crecientes desequilibrios externos en 2005, al inducir un nuevo deterioro de la balanza comercial cercano al 1,5% de su PIB en los países avanzados

Balanzas por cuenta corriente mundiales						
En miles de millones de dólares de EEUU						
	Media 1991-2001	2002	2003	2004	2005	Pro memoria: 2005 <sup>1</sup>
Estados Unidos	-178	-475	-520	-668	-805	-6,4
Zona del euro <sup>2</sup>	13	39	32	74	-16	-0,2
Alemania	-21	41	46	102	115	4,1
España	-12	-23	-32	-55	-83	-7,4
Japón	105	112	137	171	168	3,7
Otras economías industrializadas avanzadas	-3	34	55	48	44	0,8
China	14	35	46	69	161	7,2
Otros países asiáticos emergentes	15	92	120	115	82	2,6
América Latina	-49	-16	7	18	30	1,2
Europa central y oriental	-13	-24	-37	-59	-65	-5,4
Países exportadores de petróleo	5	87	143	239	417	9,6
Noruega	9	24	29	35	49	16,7
Rusia	12	29	35	59	84	11,0
Arabia Saudita	-6	12	28	52	91	29,5
Países importadores de petróleo	-101	-239	-210	-304	-515	-1,3
Avanzados	-67	-328	-338	-431	-683	-2,2
Emergentes	-34	89	128	127	168	1,8

<sup>1</sup> En porcentaje del PIB. <sup>2</sup> Suma de las balanzas de cada país integrante de la zona del euro.  
Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro II.8

El aumento de la factura energética agravó los déficits de las economías avanzadas

Cambios en la estructura de los superávits

importadores de petróleo. La factura neta de importaciones de energía creció en Estados Unidos unos 70.000 millones de dólares el pasado año, cifra próxima al incremento total de sus exportaciones de mercancías, lo que representa un tercio del actual déficit comercial estadounidense.

El encarecimiento de la energía también provocó cambios sustanciales en la estructura de los superávits externos. Así, el superávit conjunto de los países exportadores de petróleo ascendió a unos 420.000 millones de dólares en 2005, frente a los casi 90.000 millones de dólares de 2002, antes de la escalada de los precios del crudo. Esta subida de precios ha afectado particularmente a las economías emergentes importadoras de petróleo, ya que su producción suele ser más intensiva en esta materia prima. Por ejemplo, la balanza comercial de petróleo de China se deterioró en un 4% del PIB entre 2002 y 2005. Aun así, el superávit por cuenta corriente del conjunto de estas economías continuó empeorando, hasta alcanzar los 170.000 millones de dólares en 2005, frente a los 90.000 millones contabilizados en 2002. En concreto, el superávit por cuenta corriente en China ascendió a 160.000 millones de dólares (el 7% del PIB), merced al intenso crecimiento de sus exportaciones y a la pronunciada desaceleración del crecimiento de sus importaciones. El superávit exterior también mejoró en el conjunto de América Latina, gracias a que algunos países de la región se beneficiaron de la subida de los precios de las materias primas y del aumento de sus exportaciones (véase el Capítulo III).

#### *Reequilibrio mundial y reciclaje de los ingresos procedentes del petróleo*

Contención de los mecanismos tradicionales de ajuste...

Los mecanismos tradicionales que podrían propiciar el ajuste externo apenas favorecieron, y en ocasiones incluso dificultaron, el reequilibrio de la economía mundial durante el periodo analizado. En términos efectivos reales, el dólar estadounidense se apreció un 4% a lo largo de 2005, mientras que el yen se depreció (véase el Capítulo V). El moderado fortalecimiento de las divisas de los países asiáticos emergentes no consiguió producir cambios sustanciales en los flujos comerciales. La apreciación de los tipos de cambio efectivos reales contribuyó a mantener de forma permanente elevados déficits exteriores en Australia (6% del PIB) y Nueva Zelanda (9% del PIB). Pese a que en el transcurso del año se estrechó el diferencial de crecimiento entre Estados Unidos y otras importantes economías avanzadas, éste continuó siendo significativo y favoreció la evolución del dólar. Por último, los reducidos tipos de interés a largo plazo siguieron alentando el intenso crecimiento de la demanda de los hogares (incluida la inversión en vivienda), tanto en Estados Unidos como en otros países.

... y posibles nuevos retrasos en el ajuste externo ante los elevados precios del petróleo

Además, el ajuste externo a la perturbación actual causada por los precios del petróleo podría ser más prolongado que durante el episodio de finales de los años 70, en el que los elevados superávits por cuenta corriente de los países exportadores de crudo revirtieron en pocos años. Ante el temor a una creciente inflación efectiva y esperada, en aquella ocasión los bancos centrales aplicaron una política monetaria muy restrictiva, que provocó una recesión en las economías importadoras de petróleo y, por ende, el desplome de la demanda de crudo. Sin embargo, en el presente episodio, la contención de la

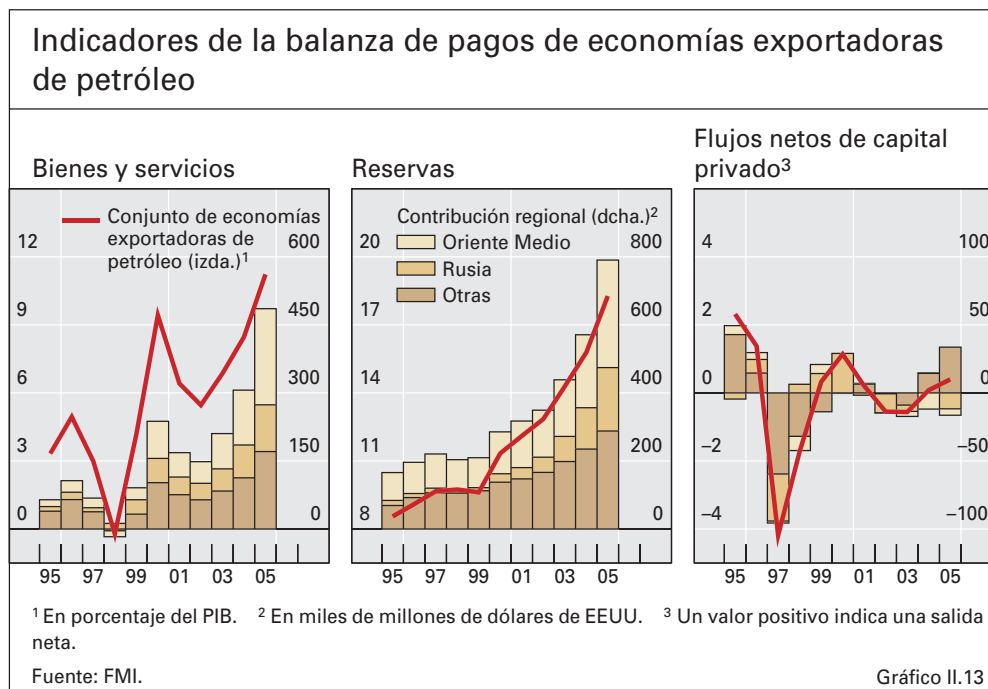
inflación en todo el mundo ha permitido una respuesta mucho más moderada de la política monetaria. De este modo, tanto el crecimiento mundial como la demanda agregada de petróleo se han mantenido firmes.

En 2005, los países exportadores de crudo parecen haber gastado en importaciones una proporción menor de los ingresos derivados del petróleo comparado con los dos años precedentes y que en anteriores episodios de perturbaciones debidas al petróleo. En 2005, el superávit comercial de estas economías superó los 450.000 millones de dólares, lo que equivale a más de la mitad de los ingresos obtenidos del petróleo (véase el Gráfico II.13). Las economías emergentes principalmente exportadoras de petróleo, que representan el grueso de este aumento, gastaron algo menos de la mitad de sus ingresos por petróleo en importaciones adicionales de bienes y servicios, cuando en 2003, en 2004 y en periodos anteriores de perturbaciones petroleras, el gasto adicional en importaciones supuso, en promedio, un 75%. En este sentido, la identificación y explotación de oportunidades de inversión interna en los países exportadores de petróleo podría llevar su tiempo o, en cualquier caso, más de lo que exigió la transferencia real de recursos en los años 70, fundamentalmente mediante un mayor gasto de consumo.

Las vías utilizadas por las economías exportadoras de petróleo para gastar sus ingresos podrían afectar también a la eficacia de los mecanismos de ajuste externo. Los países europeos han sido seguramente los principales beneficiarios de la demanda adicional de bienes importados por aquellas economías a partir de 2003. También China ha logrado elevar su cuota de exportaciones en el comercio mundial, mientras que Estados Unidos ha registrado un retroceso significativo. Sin embargo, la escasa evidencia empírica disponible sugiere que gran parte del aumento de los superávits de los países exportadores de petróleo continúa invirtiéndose en valores de Estados Unidos. Eso sí, se ha producido una notable diversificación por

La menor propensión a gastar en importaciones los ingresos del petróleo...

... acentúa la relevancia de las inversiones





clases de activos, que ahora incluye una mayor proporción de bonos de empresa y de agencias semipúblicas, además de renta variable (véase el Capítulo VI). A pesar de dicha diversificación, no se descarta que la creciente magnitud de las inversiones de los países exportadores de petróleo haya contribuido a sostener la cotización del dólar y a mantener reducidos los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos.

### III. Análisis de las economías de mercado emergentes

#### Aspectos más destacados

La expansión que ha venido observándose en las economías de mercado emergentes desde 2002 siguió consolidándose en el periodo analizado. El fuerte crecimiento de muchos países estuvo acompañado por el aumento del valor de las exportaciones y por elevados superávits por cuenta corriente. Esto permitió reducir considerablemente la carga financiera de la deuda externa y continuar la notable acumulación de reservas de divisas. Las cuentas públicas también mejoraron y se reforzaron los balances. En parte como consecuencia de estos factores, la confianza de los inversionistas y de los consumidores se mantuvo firme. A diferencia de lo ocurrido en anteriores ocasiones, la demanda interna demostró su gran solidez ante los mayores precios del petróleo, incluso en los países importadores de crudo.

Durante el actual ciclo, las economías de mercado emergentes han disfrutado de unas condiciones externas inusualmente favorables: vigorosa demanda mundial, grandes mejoras de la relación real (o términos) de intercambio de numerosos países y acceso mucho más fácil a la financiación externa. Una cuestión fundamental es si las autoridades de las economías emergentes han aprovechado adecuadamente estas circunstancias favorables para asegurar mejoras duraderas en su posición fiscal. Una segunda cuestión se refiere a los desequilibrios macroeconómicos que pueden aumentar los riesgos inflacionarios o producir subidas insostenibles de los precios de los activos. Aunque hasta ahora la inflación ha permanecido bien contenida en muchos países, las perspectivas son inciertas, debido a la volatilidad de los precios de las materias primas y a los niveles muy bajos o negativos en que se sitúan los tipos de interés reales a corto plazo. Además, un episodio de turbulencia en los mercados financieros en mayo de 2006 ha añadido más incertidumbre. Las autoridades de muchos países afrontan como reto fundamental evitar errores en las políticas monetarias que puedan poner en peligro la estabilidad macroeconómica y financiera.

#### Panorama macroeconómico

El pasado año, el crecimiento fue robusto en todas las regiones (véase el Cuadro III.1). Además, en China, las cifras revisadas del PIB revelan que las tasas de crecimiento previas se habían subestimado. El crecimiento se aceleró en la India, Corea se sobrepuso a la debacle de las tarjetas de crédito de 2003 y gran parte del sudeste asiático siguió creciendo con fuerza. En América Latina, a pesar de cierta desaceleración, la expansión económica se mantuvo intacta y la producción industrial repuntó en Brasil y México a principios de 2006. Argentina, Chile, Colombia y Perú continuaron registrando crecimientos por encima de la tendencia. La expansión en Europa central y oriental también

Crecimiento del producto y balanza por cuenta corriente							
	PIB real <sup>1</sup>				Balanza por cuenta corriente <sup>2</sup>		
	Media 2002-04	2005	2006		Media 2002-04	2005	2006
			Primer trimestre	Previsión para el año			
Asia	7,6	8,0	8,7	7,7	158	252	220
China	9,7	9,9	10,3	9,6	50	161	137
Corea	4,9	4,0	6,2	5,2	15	17	7
Hong Kong RAE	4,5	7,3	8,2	5,3	14	22	23
India <sup>3</sup>	6,6	8,3	9,3	7,5	2	-16	-19
Otros países asiáticos <sup>4</sup>	5,1	5,0	5,6	4,8	76	70	73
América Latina <sup>5</sup>	2,5	4,3	5,5	4,6	9	39	31
Argentina	1,9	9,2	9,7	7,7	7	5	4
Brasil	2,5	2,2	3,4	3,5	3	14	9
México	2,1	3,0	5,5	4,0	-10	-6	-7
Europa central <sup>6</sup>	3,5	4,0	5,4	4,8	-19	-16	-17
Rusia	6,4	6,4	6,3	6,2	41	84	90
Turquía	7,5	7,4	2,6	5,3	-8	-23	-28
África <sup>7</sup>	4,6	5,2	...	5,7	-3	15	24
Oriente Medio <sup>7</sup>	5,4	5,9	...	5,7	64	196	241
Total <sup>8</sup>	6,1	6,7	7,6	6,7	242	549	560
<i>Pro memoria:</i>							
<i>países del G-7</i>	2,1	2,6	2,8	2,8	-376	-614	-710

Nota: Las datos para 2006 se basan en las previsiones de Consensus de mayo, JPMorgan Chase y FMI.

<sup>1</sup> Variación porcentual anual. Las cifras regionales corresponden a las medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>2</sup> En miles de millones de dólares de EEUU. Las cifras regionales corresponden a la suma de las economías que forman parte de la región. <sup>3</sup> Los datos anuales corresponden a ejercicios fiscales que comienzan en abril. <sup>4</sup> Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>5</sup> Las economías enumeradas además de Chile, Colombia, Perú y Venezuela. <sup>6</sup> Hungría, Polonia y República Checa. <sup>7</sup> Según la cobertura de países realizada por el FMI. <sup>8</sup> Incluye las economías enumeradas más arriba. Para el crecimiento trimestral del PIB, se excluye África y Oriente Medio.

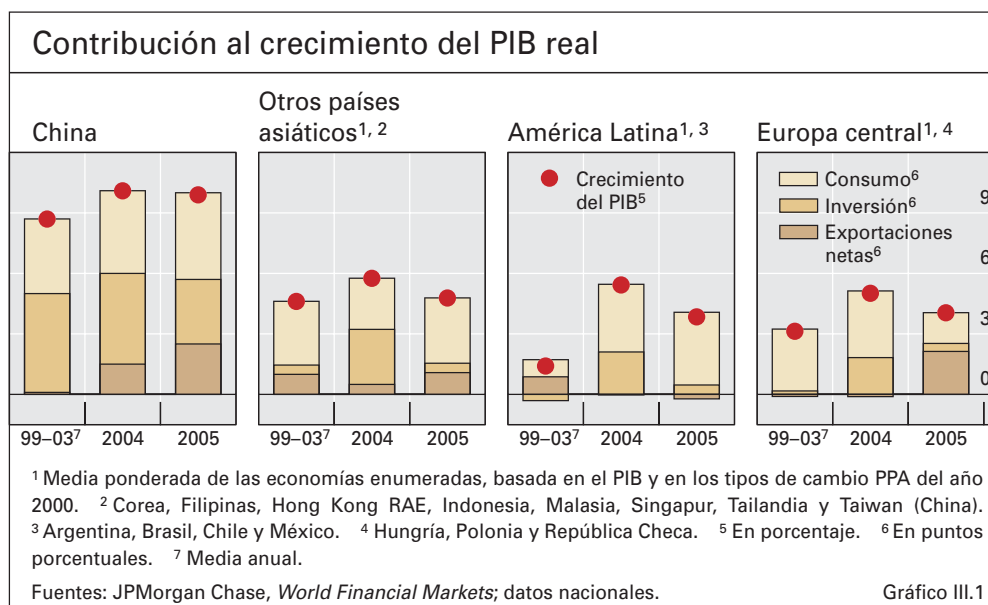
Fuentes: FMI; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; datos nacionales. Cuadro III.1

se mantuvo fuerte, aunque Hungría y Turquía tuvieron que hacer frente al incremento de la volatilidad en sus mercados que siguió a la inestabilidad financiera originada en Islandia en la primera parte de 2006. El crecimiento también fue robusto en gran parte de Oriente Medio y África, merced al aumento de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo.

#### *Patrón de demanda*

La demanda externa siguió jugando un papel fundamental...

La demanda externa siguió siendo un factor fundamental en distintos países (véase el Gráfico III.1). En general, la demanda de exportaciones procedentes de economías emergentes mantuvo su vigor, al tiempo que la mejora en la relación real de intercambio fue clave para los países exportadores de materias primas. Asimismo, las exportaciones de los países asiáticos se vieron especialmente favorecidas por el fin del periodo de desaceleración provocado por el exceso de existencias en el sector electrónico que comenzó en 2004. En comparación con ciclos bajistas anteriores, en esta ocasión las empresas han reaccionado de forma relativamente rápida para reducir sus excedentes de existencias. Además, la desaceleración de la demanda mundial de productos de alta tecnología se reveló temporal. El efecto combinado de todos estos



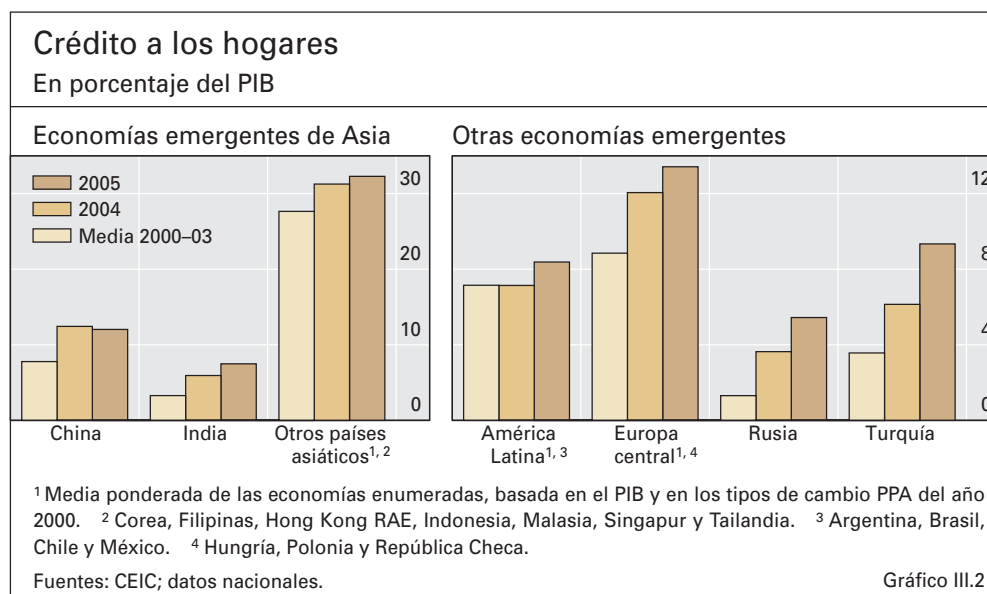
acontecimientos se plasmó en cuantiosas exportaciones y abultados superávits por cuenta corriente en muchos países.

Sin embargo, la contribución de la demanda externa al crecimiento económico de los distintos países fue desigual, aumentando de forma muy acentuada en China durante el último año, mientras que en Corea, Hong Kong RAE y Singapur se mantuvo en niveles elevados. Lo mismo ocurrió en varios países de Europa central, principalmente en la República Checa y Polonia, que vieron mejorar significativamente sus balanzas comerciales. Por el contrario, la contribución de la demanda externa neta se redujo en algunos países asiáticos importadores de petróleo y en América Latina.

El fuerte gasto de los hogares respaldó el crecimiento en todas las regiones. La solidez del consumo privado se vio complementada, en numerosos países, por un incremento del gasto en construcción de vivienda. Destacaron dos factores.

En primer lugar, el aumento de la renta de los hogares, la reducción del desempleo y los altos precios de los activos potenciaron el gasto de los hogares y la confianza de los consumidores. Por ejemplo, en China el gasto de las familias se sustentó en el fuerte crecimiento de las rentas, tanto en zonas urbanas como rurales (del 9,5% y 6% respectivamente, en términos reales per capita en 2005). El repunte de las rentas de la actividad agrícola y la mejora de la situación patrimonial de los hogares jugaron papeles similares en la India y en Corea, respectivamente. En Hong Kong, la recuperación vino de la mano de un incremento de los precios de los activos. En América Latina, efectos similares sobre la renta y la riqueza vinieron favorecidos por grandes mejoras de los términos de intercambio (véase la siguiente sección). En Argentina y Chile, el fuerte incremento de los salarios reales sostuvo el consumo privado el año pasado, al igual que ocurrió en varios países de Europa central y oriental. En la República Checa, la demanda de bienes de consumo duradero se recuperó gracias a la fuerte renta de los hogares. En Turquía, el gasto de los hogares en bienes de consumo duradero continuó aumentando en un contexto de descenso de la inflación y de los tipos de interés.

... aunque el gasto de los hogares también fue robusto...



... impulsado por el crédito bancario

En segundo lugar, el gasto de los hogares encontró un estímulo adicional en la fuerte expansión del crédito bancario. Esto ha quedado reflejado en un acentuado incremento de la relación entre el crédito a los hogares en circulación y el PIB en muchos países durante los últimos años (véase el Gráfico III.2). Un factor determinante en la expansión del crédito fue el bajo coste del endeudamiento, derivado de la continua relajación de la política monetaria (véase la sección dedicada a la política monetaria). También han contribuido otros factores como la menor inflación, la progresiva desregulación de los mercados de crédito, las deducciones fiscales por adquisición de vivienda y las profundas innovaciones financieras que han atraído a un creciente número de hogares hacia los mercados hipotecarios.

En Brasil, el crédito a los hogares creció el año pasado un 37% tras la introducción de un sistema de cobertura crediticia que utiliza los sueldos como garantía para proteger a los bancos del riesgo de impago. En Arabia Saudita, el rápido crecimiento de su joven población y el hecho de que ahora los bancos puedan recuperar su inversión crediticia reteniendo el pago de salarios contribuyeron a alcanzar una tasa similar de expansión del crédito.

La inversión no residencial en Asia fue débil...

A diferencia del dinamismo del gasto de los hogares, la inversión no residencial —especialmente la inversión en capital fijo del sector empresarial— fue relativamente débil en la mayoría de las regiones (véase el Cuadro III.2). Así ocurrió especialmente en Asia, donde la inversión no residencial en porcentaje del PIB volvió a caer o se mantuvo en niveles muy inferiores a los registrados antes de las crisis financieras asiáticas de 1997-98. China ha sido la excepción a esta regla. En la India, los cuantiosos beneficios y la revalorización de las acciones se asocian también con una reactivación más general de la inversión.

... a pesar de los fuertes beneficios

Muchos analistas se han sorprendido de la debilidad de la inversión no residencial en diversos países asiáticos, a pesar de los fuertes beneficios y de la mejora en el patrimonio. Sin embargo, varios indicadores sugieren que algunos de los factores que anteriormente restringían el gasto de las empresas se han ido suavizando a lo largo de los últimos años. Por

Inversión en activos fijos									
En porcentaje del PIB									
	Inversión residencial <sup>1</sup>			Inversión no residencial			Inversión total		
	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>
Asia									
China	2,9	3,3	5,9	29,9	29,5	39,3	32,8	32,9	45,2
Corea	7,0	4,3	5,9	30,5	26,8	23,2	37,5	31,1	29,1
Hong Kong RAE	15,1	11,8	7,6	15,7	14,6	13,2	30,8	26,4	20,8
India <sup>4</sup>	4,5	6,1	6,9	20,2	16,8	17,8	24,7	22,9	26,0
Otros países asiáticos <sup>5, 6</sup>	10,3	6,0	5,1	25,5	17,3	17,4	35,7	23,3	22,6
América Latina									
Argentina	5,0	4,7	4,5	13,1	11,5	17,0	18,1	16,2	21,5
Brasil	9,0	8,7	7,0	10,2	10,6	13,0	19,3	19,3	20,0
Chile	9,3	7,1	7,5	17,1	13,7	14,9	26,4	20,7	22,4
México	3,8	4,7	4,8	14,1	16,7	14,5	17,8	21,4	19,3
Europa central y oriental <sup>5, 7</sup>	7,2	6,3	4,4	16,4	17,4	15,9	23,6	23,7	20,4
Sudáfrica	1,7	1,4	2,0	14,6	13,7	14,9	16,3	15,1	16,8

<sup>1</sup> Cuando no hay un desglose disponible, se utiliza la cifra total de construcción. <sup>2</sup> Para Sudáfrica, 1998. <sup>3</sup> O últimos datos disponibles. <sup>4</sup> Ejercicio fiscal con inicio en abril. <sup>5</sup> Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>6</sup> Filipinas, Malasia, Singapur, Tailandia. <sup>7</sup> Hungría, Polonia, República Checa y Turquía.

Fuentes: CEIC; Datastream; Eurostat; datos nacionales. Cuadro III.2

ejemplo, las empresas han reducido de forma significativa su coeficiente de apalancamiento desde las crisis de 1997-98. En Corea, este indicador disminuyó alrededor de dos tercios, hasta situarse en el 111% entre 1998 y 2005. Además, el exceso de capacidad se ha reducido notablemente o se ha eliminado y ha mejorado la concesión de créditos bancarios al sector empresarial. Por ejemplo, Corea, Indonesia y Malasia registraron el pasado año incrementos sustanciales en inversión no residencial.

En América Latina el panorama fue más heterogéneo, con una inversión especialmente volátil en Brasil. Tras registrar una tasa anual superior al 10% en 2004, el crecimiento real de la inversión en Brasil cayó en 2005 hasta el 2%. En México, la reciente debilidad de la inversión no residencial se ha asociado con una pérdida de competitividad del sector exportador. Por ejemplo, la cuota de México en las importaciones de Estados Unidos se redujo aproximadamente 1,5 puntos porcentuales entre 2001 y 2005. Esto contrasta con el repunte de la inversión no residencial en capital fijo en Argentina durante los dos últimos años. En Europa central y oriental, las tasas de inversión han caído a lo largo de los últimos cinco años, en parte debido a la debilidad de la inversión no residencial.

Panorama de inversión heterogéneo en otras regiones

#### *Crecientes presiones inflacionistas*

El fuerte crecimiento económico y el encarecimiento de las materias primas presionaron al alza los precios en todas las regiones, a pesar de lo cual la inflación se mantuvo bastante contenida en la mayoría de países durante el último año (véase el Cuadro III.3). En China, el crecimiento de la economía fue especialmente intenso, pero se asoció con registros de inflación muy reducida. En Corea y en la India, la inflación general se suavizó hacia finales del pasado

Inflación reducida pero crecientes presiones

Precios de consumo <sup>1</sup>							
Variación porcentual anual							
	Inflación general				Inflación subyacente <sup>2</sup>		
	2004	2005	2006		2004	2005	2006 abril <sup>3</sup>
			Abril <sup>3</sup>	Previsión para el año <sup>4</sup>			
Asia <sup>5</sup>	4,4	3,4	3,1	3,8	2,1	2,0	1,2
China	3,9	1,9	1,2	2,2	-0,6	0,2	-1,0
Corea	3,6	2,8	2,0	2,8	2,4	2,3	2,2
India	6,6	4,8	3,6	4,9	7,0	3,9	2,5
Indonesia	6,1	10,5	15,4	13,5	6,0	7,5	9,4
Tailandia	2,8	4,5	6,0	4,5	0,4	1,6	2,9
Otros países asiáticos <sup>5, 6</sup>	2,3	3,4	3,3	3,3	1,6	2,4	2,4
América Latina <sup>5</sup>	6,1	5,7	5,1	5,2	5,8	5,7	5,2
Argentina	6,1	12,3	11,6	12,3	6,4	14,2	11,6
Brasil	7,6	5,7	4,6	4,4	7,9	5,6	5,0
México	5,2	3,3	3,2	3,4	3,8	3,1	3,2
Otros países de América Latina <sup>5, 7</sup>	4,2	3,7	3,7	3,7	3,8	3,0	3,7
Europa central <sup>5</sup>	4,0	2,3	1,6	1,6	2,9	1,8	1,2
Hungría	6,8	3,6	2,7	2,3	5,8	2,1	0,7
Polonia	3,6	2,1	0,7	1,0	2,1	1,8	0,9
República Checa	2,8	1,9	2,8	2,7	2,4	1,8	2,3
Rusia	10,9	12,7	9,8	9,9	7,9	6,7	6,0
Sudáfrica	1,4	3,4	2,8	4,1	4,7	4,1	2,3
Turquía	8,6	8,2	8,8	7,6	12,3	11,0	11,6

<sup>1</sup> Para India, precios al por mayor. Media del periodo; para América Latina, fin del periodo. <sup>2</sup> Inflación general excluidos alimentos y energía o bien definición nacional. <sup>3</sup> O últimos datos disponibles. <sup>4</sup> Previsiones de Consensus de mayo. <sup>5</sup> Media ponderada de las economías enumeradas basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>6</sup> Filipinas, Hong Kong RAE, Malasia, Singapur y Taiwan (China). <sup>7</sup> Chile, Colombia y Perú.

Fuentes: FMI; OCDE; CEIC; © Consensus Economics; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro III.3

año, tras exhibir una subida destacable en 2004. En varios países asiáticos, la evolución de la inflación se vio afectada por el momento elegido para eliminar las subvenciones a los precios del petróleo. En cuanto a América Latina, la inflación siguió una senda descendente en Brasil y México durante gran parte del segundo semestre de 2005. En Chile, la inflación subyacente permaneció contenida, aunque la general aumentó hacia finales de 2005. En cambio, Argentina y Venezuela siguieron registrando tasas de inflación relativamente altas. En Europa central, la inflación disminuyó el pasado año en la mayoría de países, no sólo por la apreciación de sus monedas, sino también por el incremento de la competencia en el sector minorista. La inflación en Turquía cayó de nuevo en 2005, prosiguiendo así su tendencia de largo plazo.

### *Perspectivas y riesgos*

Perspectivas de crecimiento fuerte en 2006, pero riesgo de desaceleración de las exportaciones...

Las previsiones para 2006 apuntan a la continuidad del fuerte crecimiento, o incluso a una aceleración, en la mayor parte de las economías de mercado emergentes. A pesar de ello, se espera que la mayoría de los países mantengan el superávit por cuenta corriente y que la inflación permanezca moderada. Por supuesto, dichas previsiones no están exentas de riesgos.

En primer lugar, el crecimiento de un gran número de países depende de sus exportaciones, lo que les hace vulnerables a la volatilidad de las principales economías industrializadas y de China. Los países que han recibido sustancial financiación externa también podrían verse afectados por cambios en la confianza de los inversionistas. En segundo lugar, la financiación del gasto de los hogares mediante créditos conlleva ciertos riesgos. Una expansión demasiado rápida de la demanda de vivienda podría producir un recalentamiento del mercado inmobiliario, particularmente en Asia. En esta región, los precios de los inmuebles han ido creciendo durante los dos últimos años, aunque en varios casos (por ejemplo Hong Kong, Singapur y Tailandia) se están recuperando de una caída anterior. Corea tuvo que enfrentarse a un gran reto al incrementarse de forma acusada los precios de la propiedad inmobiliaria en algunas ciudades en la primera mitad de 2005. Las autoridades coreanas respondieron con un paquete de medidas de estabilización destinadas a enfriar el mercado inmobiliario, que incluía subidas de impuestos, restricciones al crédito hipotecario con fines especulativos y adjudicaciones adicionales de suelo urbanizable. Sudáfrica también ha experimentado un encarecimiento destacable en este mercado, con incrementos cercanos al 50% en los precios de la vivienda a lo largo de los dos últimos años.

... recalentamiento de los mercados inmobiliarios...

La tercera fuente de vulnerabilidad se debe a que en muchos países, especialmente de Europa central, los bancos han transferido a los hogares gran parte de sus riesgos a través de créditos a interés variable o denominados en moneda extranjera. Resulta difícil valorar si las familias serían capaces de soportar perturbaciones inesperadas que podrían incrementar rápidamente la carga financiera de su deuda. Además, la experiencia coreana de 2003 ha demostrado que la rápida expansión del endeudamiento de los hogares, incluso denominado en moneda local, puede generar una significativa volatilidad en el consumo y afectar negativamente al crecimiento futuro.

... y quizá hogares sobreexposados al riesgo

## Dos importantes retos de origen externo

Los grandes cambios en la relación real (o términos) de intercambio de las economías de mercado emergentes y el persistente vigor de la demanda de activos de estos países son dos aspectos destacables de los últimos años con implicaciones fundamentales, no sólo para el crecimiento, sino también para la instrumentación de las políticas monetaria y fiscal.

### *Cambios en la relación real de intercambio*

Los cambios en los precios relativos desde 2002 se han asociado con grandes variaciones en los términos de intercambio en las economías de mercado emergentes. Como ejemplo, los precios en dólares del petróleo casi se duplicaron entre 2001 y principios de 2006, después de una fuerte caída en los años 90. Los precios de los metales de uso industrial y de determinadas materias primas agrícolas también crecieron con rapidez durante el mismo periodo. Al mismo tiempo, los precios mundiales de las manufacturas sólo han

Drásticas variaciones de la relación real de intercambio...



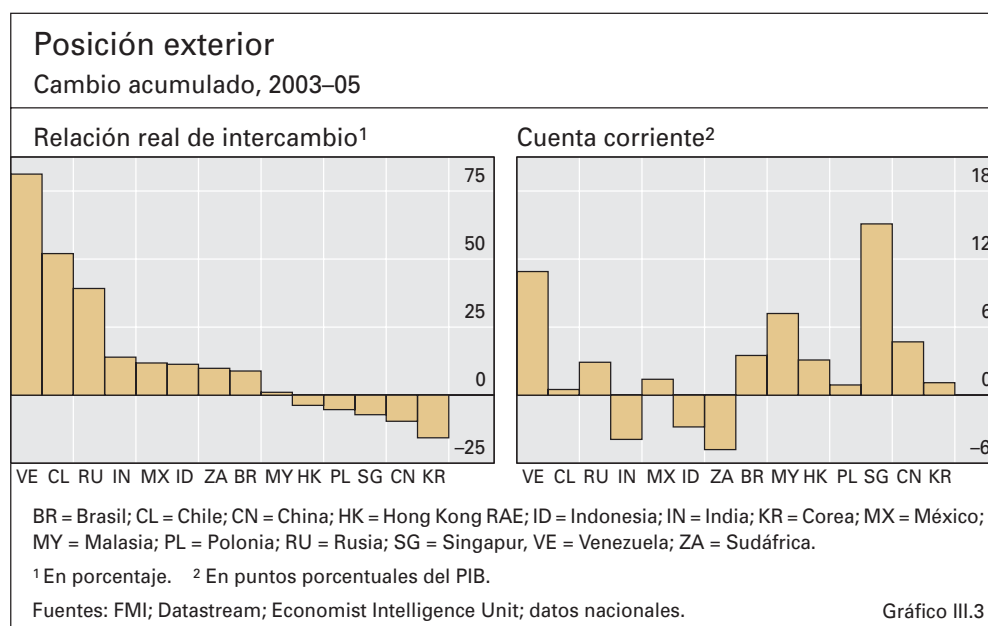
aumentado de forma moderada. En consecuencia, los países exportadores de materias primas han registrado algunas de las mejoras más perceptibles en la relación real de intercambio de los últimos años (véase el Gráfico III.3, panel izquierdo). Por el contrario, los países con una concentración significativa de exportaciones en manufacturas o servicios y con gran necesidad de importar crudo han sufrido pérdidas considerables en sus términos de intercambio.

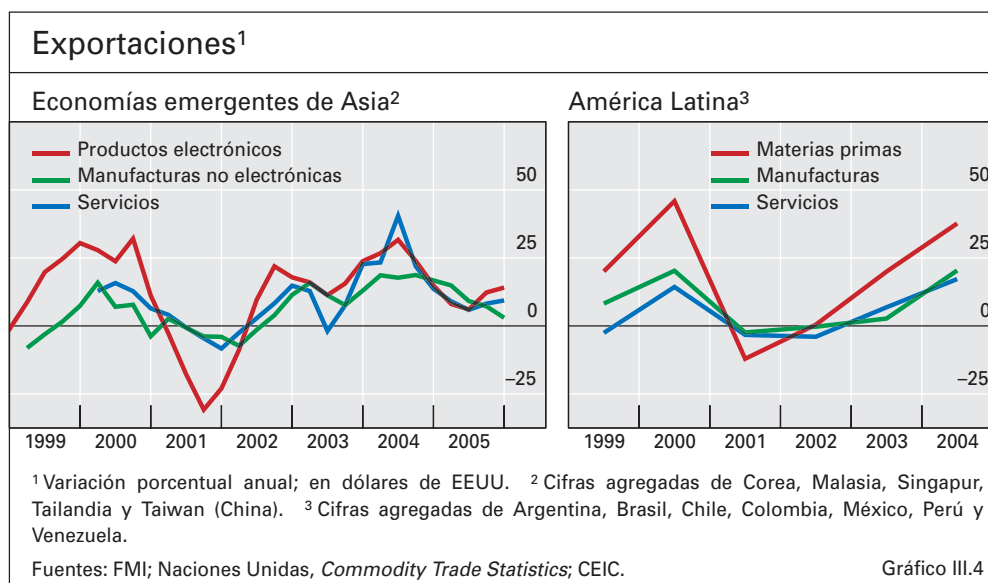
... han generado superávits por cuenta corriente en algunos países...

El efecto de los cambios en la relación real de intercambio también ha sido desigual entre los países exportadores de materias primas. La sustancial mejora de la relación real de intercambio ha supuesto mayores superávits por cuenta corriente en varios países de América Latina (véase el Gráfico III.3, panel derecho). Brasil, Chile, Colombia, Perú y Venezuela se han beneficiado de fuertes subidas de los precios en sus principales exportaciones. Las ganancias procedentes de los aumentos de los precios de exportación también han sido de apreciable magnitud en otras regiones, especialmente en países exportadores de petróleo como Rusia y Arabia Saudita.

... gracias también a mayores volúmenes de exportación...

Al mismo tiempo, muchos países, además de mejorar sus términos de intercambio, se han beneficiado de un gran crecimiento del volumen de sus exportaciones, no únicamente de materias primas, sino también de un amplio abanico de manufacturas y servicios. Por ejemplo, la caída de los precios de los productos básicos exportados por Argentina, cifrada en un 9% el pasado año, quedó compensada de sobra por un incremento del 27% en su volumen de exportaciones. No obstante, en otros países exportadores de materias primas, el aumento de las importaciones y otros pagos excedieron ampliamente el crecimiento de las exportaciones, lo que originó un deterioro neto de su cuenta corriente. Este fue el caso de Sudáfrica, que el año pasado registró un déficit por cuenta corriente récord superior al 4% del PIB.





Hay indicios de que el efecto adverso que han tenido las pérdidas en la relación real de intercambio para los países importadores de materias primas ha sido inferior al esperado, especialmente en Asia, donde la dependencia del petróleo tiende a ser bastante alta. A pesar de una fuerte desaceleración el año pasado, el crecimiento de las exportaciones siguió siendo sólido en la mayor parte de Asia (véase el Gráfico III.4), contribuyendo a contrarrestar las pérdidas en los términos de intercambio. De hecho, parte de los ingresos adicionales de los países exportadores de crudo volvió a la región asiática a través del sector comercial. Es más, las exportaciones asiáticas (excluido Japón) a los países exportadores de petróleo aumentaron un 27% en la primera mitad de 2005. El resultado neto fue que muchas economías asiáticas siguieron disfrutando de elevados superávits por cuenta corriente.

La sostenibilidad del cambio reciente en la relación real de intercambio, en un contexto histórico de alta volatilidad de los precios de las materias primas, constituye una incógnita. Por un lado, es posible que el fuerte crecimiento mundial provoque incrementos aún mayores de la demanda de materias primas. El persistente vigor de la economía china apunta en esa dirección. China representó más del 57% del aumento de la demanda de aluminio del pasado año, del 60% de la de cobre, y de más del 30% de la de petróleo. Esta tendencia podría verse reforzada en el futuro por una gran expansión de la demanda de petróleo y de otros productos básicos por parte de la India. Por otro lado, experiencias anteriores sugieren que los precios de las materias primas no petrolíferas han sido más volátiles y tienen mayor tendencia a revertir a su media que el precio del petróleo. Esto puede deberse, en parte, a diferencias en la estructura de los mercados, ya que la organización tipo cártel en el caso del petróleo facilita el control de la oferta. En cambio, en otros mercados (especialmente los de productos agrícolas) la oferta es más sensible a los niveles de precios. Un aumento de los precios reales de las materias primas aún podría desincentivar la demanda futura, especialmente cuando la innovación tecnológica permita un uso más eficiente de los insumos básicos.

... pero en otros países causaron pérdidas en la relación real de intercambio

¿Perdurarán los favorables términos de intercambio?

### *Fuerte demanda de activos de mercados emergentes*

La demanda de activos de mercados emergentes se fortaleció durante el periodo analizado. Los flujos netos de capital privado alcanzaron en 2005 los 254.000 millones de dólares, cifra visiblemente superior a la de 2004 (véase el Cuadro III.4), y muy por encima de los niveles registrados en el periodo 1998–2002. En el primer trimestre de 2006 parece que volvieron a registrarse flujos voluminosos, aunque recientemente se ha apreciado cierta volatilidad.

Los flujos netos de capital aumentaron significativamente

Los flujos netos de capital hacia Europa central y América Latina aumentaron sustancialmente en 2005, aunque los flujos netos privados dirigidos hacia Asia se redujeron a la mitad. La inversión de cartera y otros flujos privados explican la mayor parte de los cambios en los flujos de capital privado por regiones. En Asia, los flujos netos por inversiones de cartera cambiaron de signo, lo que se tradujo en una salida neta de capitales en 2005 (debido, al menos en parte, a grandes flujos de salida en términos brutos), al tiempo que se reducían también otros flujos privados (entre ellos los préstamos bancarios transfronterizos).

La IED es todavía el factor más importante

La inversión extranjera directa (IED) neta es todavía el principal componente de los flujos netos de capital, alcanzando los 212.000 millones de dólares en 2005, un incremento moderado desde sus niveles de 2004. Su distribución regional también fue similar a la de 2004: 72.000 millones de dólares correspondieron a Asia, 51.000 millones a América Latina y 41.000 millones a Europa central y oriental, repartiéndose el resto uniformemente entre África y Oriente Medio. En algunos casos, la IED recibida en términos brutos fue mayor que en términos netos, debido al aumento de los flujos de IED desde las economías emergentes. Numerosas multinacionales radicadas en mercados emergentes mantienen ahora grandes posiciones inversoras en el exterior. Por ejemplo, en 2004, el volumen de IED en el exterior superó los 100.000 millones de dólares tanto en Singapur (104% de PIB) como en Rusia (18%), alcanzó 69.000 millones en Brasil (11,5%) y se situó entre 32.000 y 38.000 millones en los casos de China (2,4%), Corea (4,7%) y Sudáfrica (18%).

Variaciones significativas entre regiones

Las entradas netas varían considerablemente entre regiones y economías. En Europa central y oriental, donde la integración económica con el resto de Europa siguió avanzando, los flujos netos de entrada excedieron del 6% del PIB, mientras que en América Latina fueron mucho menores. Sólo un reducido grupo de países registró déficits por cuenta corriente relativamente elevados, con la consiguiente necesidad de atraer voluminosas entradas de capital; Hungría, Sudáfrica y Turquía sobresalieron en este aspecto. Otros países con déficit por cuenta corriente son la India, México y Polonia.

Mayor demanda de la deuda de mercados emergentes...

En la situación actual no está claro hasta qué punto el incremento de los flujos de capital hacia economías de mercado emergentes ha sido reflejo de favorables condiciones en los mercados financieros desarrollados (los llamados factores “de empuje”), debido a la evolución de las políticas aplicadas o de la confianza del mercado. La preocupación anterior por si el endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos acabaría reduciendo la demanda de activos de mercados emergentes se reveló infundada, al menos hasta mayo de 2006, cuando los precios de los activos en

## Flujos netos de capital privado hacia economías de mercado emergentes

En miles de millones de dólares de EEUU

	Media anual 1990-97 <sup>1</sup>	Media anual 1998-2002	2003	2004	2005
<b>Economías de mercado emergentes<sup>2</sup></b>					
Flujos totales	130	79	160	231	254
Inversión directa	74	167	158	184	212
Inversión de cartera	50	-3	-4	35	39
Otros flujos privados	6	-85	7	12	3
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-78	70	229	311	511
<i>Variación de reservas<sup>3</sup></i>	-73	-116	-352	-515	-580
<i>Flujos del sector oficial</i>	21	8	-62	-82	-139
<i>Otros flujos<sup>4</sup></i>	2	-41	23	56	-46
<b>Asia</b>					
Flujos totales	55	-1	64	120	54
Inversión directa	36	58	68	60	72
Inversión de cartera	15	-5	4	4	-31
Otros flujos privados	4	-54	-9	56	13
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-10	104	166	184	241
<i>Variación de reservas<sup>3</sup></i>	-37	-87	-227	-340	-282
<i>Flujos del sector oficial</i>	6	1	-18	2	5
<i>Otros flujos<sup>4</sup></i>	-13	-17	14	34	-18
<b>América Latina</b>					
Flujos totales	48	37	16	6	25
Inversión directa	23	62	35	48	51
Inversión de cartera	31	1	-8	-14	28
Otros flujos privados	-6	-26	-11	-28	-54
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-37	-53	7	18	30
<i>Variación de reservas<sup>3</sup></i>	-19	3	-36	-24	-32
<i>Flujos del sector oficial</i>	3	12	6	-7	-25
<i>Otros flujos<sup>4</sup></i>	5	1	7	8	2
<b>Europa central y oriental</b>					
Flujos totales	9	34	52	71	108
Inversión directa	7	23	17	34	41
Inversión de cartera	4	2	6	27	29
Otros flujos privados	-2	9	30	10	38
<i>Pro memoria: Balanza por cuenta corriente</i>	-6	-24	-37	-59	-63
<i>Variación de reservas<sup>3</sup></i>	-6	-11	-12	-14	-41
<i>Flujos del sector oficial</i>	0	0	-5	-7	-9
<i>Otros flujos<sup>4</sup></i>	4	1	3	9	4
<i>Pro memoria: países exportadores de combustible</i>					
<i>Flujos netos de capital privado</i>	0	-9	13	5	5
<i>Balanza por cuenta corriente</i>	9	60	109	189	347

<sup>1</sup> Para países exportadores de combustible, 1994-97. <sup>2</sup> También incluye África, la Comunidad de Estados Independientes (CIS, en sus siglas en inglés) y Oriente Medio. <sup>3</sup> Un signo negativo indica un aumento. <sup>4</sup> Incluye errores y omisiones.

Fuente: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Cuadro III.4

muchos países disminuyeron de forma acentuada. De hecho, los diferenciales de la deuda soberana siguieron cayendo, incluso mientras los tipos de interés oficiales estadounidenses subían progresivamente en 2004 y 2005 (véase el Gráfico III.5, panel A). Asimismo, se estrecharon los diferenciales soberanos de varios países prestatarios de América Latina, al tiempo que Europa central y oriental también registraba una mejora sostenida. Los diferenciales de la deuda pública de los países asiáticos afectados por la crisis, que a raíz de ésta aumentaron hasta una media de 830 puntos básicos, se han reducido recientemente, aunque todavía se sitúan por encima de los niveles de mediados de 1997 (véase el Gráfico III.5, panel B). Sin embargo, aún está por ver el efecto de un endurecimiento monetario concertado en los principales países industrializados.

... debido a la abundante liquidez internacional...

Existen varios factores “de empuje” que pueden explicar esta disminución de los diferenciales soberanos. Uno de ellos es la creciente diversificación de las carteras de inversión para incluir valores de mercados emergentes. Otro es la abundante liquidez que sigue existiendo en los mercados de bonos de países desarrollados. Todo ello mantuvo en niveles reducidos los rendimientos de los bonos estadounidenses a largo plazo durante 2005, alentando así la búsqueda de rentabilidad. Aunque este efecto ha disminuido en 2006 por la subida de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, hay que señalar que los diferenciales de los bonos de alto rendimiento estadounidenses se estabilizaron hacia el final del periodo analizado, mientras que los de los bonos de mercados emergentes siguieron cayendo (véase el Gráfico III.5, panel A). Por tanto, esta situación no puede atribuirse únicamente a las condiciones financieras mundiales, sino que debe ser también reflejo de la percepción de los inversionistas de que se ha reducido el riesgo de mantener deuda de economías emergentes (véase una explicación más detallada en el Capítulo VI).

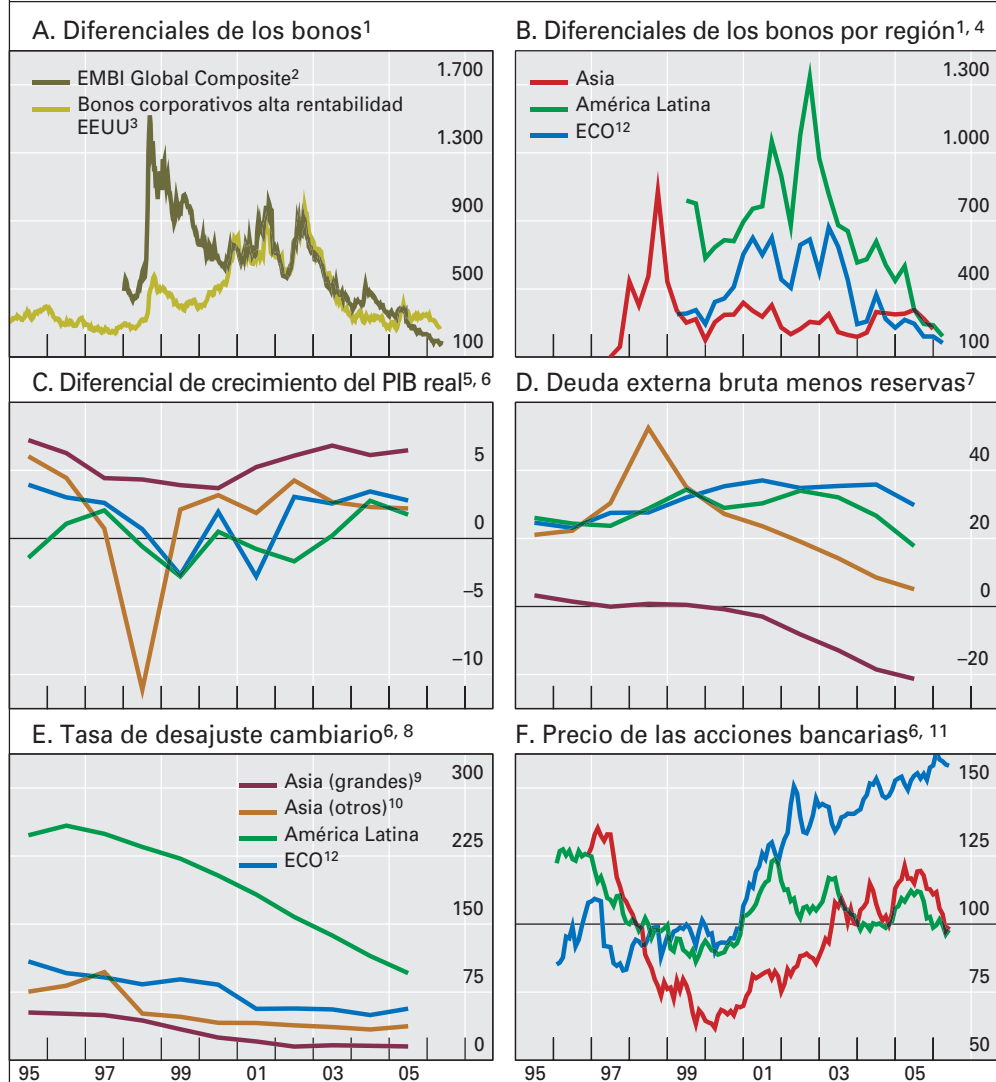
... a la mejora de las variables macroeconómicas fundamentales...

En cuanto a los factores “de arrastre” que afectan a los flujos de entrada de capitales, las variables macroeconómicas fundamentales han mejorado en esta década de cuatro formas principales. La primera han sido las reformas económicas y la mayor integración de la economía mundial, que han elevado las tasas de crecimiento en la mayoría de los países con respecto a las de las principales economías de mercado desarrolladas (véase el Gráfico III.5, panel C). La adhesión a la UE de algunos países de Europa central y oriental, la mayor orientación al comercio en América Latina y la mayor integración de China y la India en la economía mundial han estimulado el crecimiento en los correspondientes países y han potenciado la demanda de bienes producidos por otras economías de mercado emergentes.

... al menor endeudamiento externo...

La segunda mejora han sido los superávits por cuenta corriente, que han permitido a varios países reducir su endeudamiento externo neto. Las reservas de divisas han crecido y se ha cancelado deuda externa, en especial deuda oficial o reestructurada. En algunos casos, el pago de deuda externa se ha realizado recurriendo a reservas en moneda extranjera. Por ejemplo, el año pasado Rusia liquidó su deuda con el FMI y pagó 15.000 millones de dólares a países acreedores miembros del Club de París. En diciembre de 2005, Brasil amortizó deuda por importe de 15.500 millones de dólares al FMI y

## Factores de la demanda de activos de mercados emergentes



Nota: la agrupación de países de Asia y Europa central y oriental (ECO) difiere entre paneles.

<sup>1</sup> En puntos básicos. <sup>2</sup> Sobre bonos del Tesoro de EEUU, según cálculos de JPMorgan Chase. <sup>3</sup> Índice de rentabilidad para una cesta de bonos corporativos sin grado de inversión denominados en dólares de EEUU sobre los tipos de interés de los swaps a diez años. <sup>4</sup> Índices parciales del EMBI Global. Medias regionales basadas en las ponderaciones del índice EMBI Global Composite. <sup>5</sup> Tasas de crecimiento regionales menos el crecimiento en las economías del G-7; en puntos porcentuales. <sup>6</sup> Medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>7</sup> En porcentaje del PIB. <sup>8</sup> Proporción de deuda en divisas sobre el total de deuda, dividida por la tasa de exportaciones sobre PIB. <sup>9</sup> China, India y Taiwan (China). <sup>10</sup> Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. <sup>11</sup> Con relación a los índices bursátiles generales, en términos de dólares de EEUU; 1996-2005 = 100. <sup>12</sup> Europa central y oriental.

Fuentes: FMI; Bloomberg; Deutsche Bank Research; JPMorgan Chase; datos nacionales; cálculos del BPI.  
 Gráfico III.5

2.600 millones al Club de París, y en abril de 2006 saldó su deuda en bonos *Brady* (aunque parte de la operación se financió contrayendo nueva deuda externa). Argentina también amortizó su deuda pendiente con las instituciones financieras internacionales (véase el Gráfico III.5, panel D). También en abril de 2006, Nigeria se convirtió en el primer país africano en cancelar su deuda con el Club de París por valor de 30.000 millones de dólares, al devolver 12.400 millones y serle condonado el resto. Una importante contrapartida interna a los crecientes superávits por cuenta corriente y a

la devolución de la deuda externa ha sido el aumento significativo de las tasas de ahorro nacionales. Un ejemplo destacable es la tasa de ahorro para el conjunto de América Latina, que ascendió al 22% del PIB en 2005, cuando a principios de la presente década rondaba el 17%.

... al fortalecimiento de los balances...

La reducción de los desajustes cambiarios (descalces de monedas) constituye la tercera mejora (véase el Gráfico III.5, panel E). Los créditos bancarios internacionales se denominan cada vez más en las monedas locales. Los Gobiernos y otros prestatarios de los mercados de capitales han reducido su dependencia de la deuda en moneda extranjera a medida que han ido emitiendo más títulos locales. Según las estadísticas del BPI, el total de bonos y letras nacionales en circulación emitidos por prestatarios latinoamericanos pasó de 228.000 millones de dólares en 2000 a 379.000 millones en 2005; durante ese mismo periodo, el volumen de títulos de deuda internacionales se redujo en 17.000 millones. La proporción de deuda indiciada al tipo de cambio en los mercados de deuda nacional ha disminuido en varios casos dignos de mención. Así ha ocurrido en Brasil, donde la proporción de este tipo de deuda sobre el total de la deuda pública cayó desde el 37% en 2002 hasta el 2,3% en el primer trimestre de 2006. Los mercados de deuda en moneda local también han aumentado en tamaño, con un incremento acentuado de la negociación internacional de instrumentos financieros domésticos. Cabe destacar que también parece haberse producido una extensión gradual de la estructura de vencimientos de la deuda pública nacional en algunos países. Esta mayor profundidad de los mercados de deuda en moneda local ofrece a los inversionistas internacionales nuevas oportunidades de mejorar considerablemente la rentabilidad. Dado que la rentabilidad de los bonos locales en los mercados emergentes parece responder en mayor medida a factores internos y presenta correlaciones relativamente bajas con la rentabilidad de los mercados desarrollados o con la de otros mercados emergentes, este tipo de instrumentos contribuye potencialmente a la diversificación de carteras.

... y a la mejora de los sistemas bancarios

Una cuarta mejora ha sido la consolidación de las posiciones financieras de los bancos y del sector empresarial no financiero en los últimos años. Las empresas han reducido sus coeficientes de apalancamiento y se ha producido una mejora significativa en los sistemas bancarios de forma generalizada. La rentabilidad sobre activos de los bancos se ha elevado y algunos indicadores apuntan a que ha mejorado su situación patrimonial. Otro indicador sencillo es la razón entre los índices sectoriales de las acciones bancarias y los índices generales de los mercados bursátiles, que se ha recuperado tras experimentar una acusada disminución durante las crisis de finales de los años 90 (véase el Gráfico III.5, panel F).

En resumen, los superávits por cuenta corriente y la reducción del endeudamiento externo neto, junto con mejoras significativas en el crecimiento, en los balances nacionales y en los sistemas bancarios, han respaldado el fuerte resurgimiento de la demanda externa de activos de mercados emergentes. Al mismo tiempo, hay que reconocer que la nueva coyuntura no está exenta de riesgos. Aunque el desarrollo de los mercados de bonos en moneda local puede imponer cierta disciplina a las autoridades

Pero los riesgos persisten

responsables de las finanzas públicas al poner de manifiesto la desaprobación del mercado ante políticas inadecuadas, también podría, en algunos casos, intensificar la tentación de recurrir a una financiación inflacionista. Además, el cambio en la composición de las carteras de los inversionistas nacionales podría afectar a la estabilidad financiera. Por un lado, el mayor número de inversionistas institucionales locales favorece el desarrollo del mercado y la diversificación de riesgos. Por otro, está demostrado que, en algunos países, los títulos de deuda pública nacional se concentran en las carteras de los bancos, lo que les expone a un importante riesgo de tipo de interés.

## Política fiscal

Las mejoras en la relación real de intercambio y el fácil acceso a la financiación para las economías de mercado emergentes, junto con el comportamiento vigoroso de la economía mundial, plantean la cuestión de si estos países han sabido aprovechar adecuadamente esta coyuntura favorable para mejorar sus finanzas públicas, más concretamente para reducir su deuda pública. La reducción de la deuda debería estar entre las prioridades de las economías emergentes, ya que la mayoría de ellas parecen mostrar "intolerancia a la deuda". Es decir, niveles de endeudamiento que soportan bien las economías desarrolladas parecen dejar a las economías emergentes expuestas a potenciales dificultades financieras.

### *El grado adecuado de ajuste fiscal*

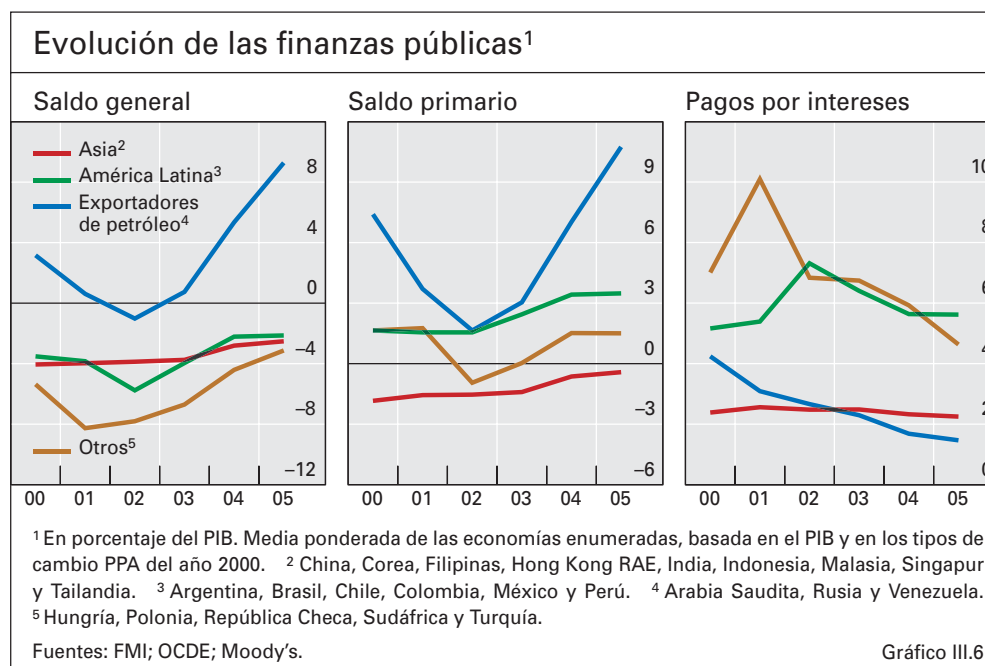
Las finanzas públicas han registrado superávits en los últimos años. La mejora en la mediana del saldo general presupuestario de la muestra que recoge el Gráfico III.6 fue de 2,3 puntos porcentuales del PIB entre 2002 y 2005. Los cambios han sido especialmente sustanciales entre los países exportadores de petróleo, mientras que en Asia han sido más reducidos que en otras regiones en los dos últimos años. De la muestra de países del gráfico, aquéllos que ya tenían bajos niveles de deuda pública (por ejemplo Chile, Corea y Tailandia) han mantenido en general superávits presupuestarios, sobre todo los exportadores de petróleo (como Arabia Saudita, Rusia y Venezuela). No obstante, la mayoría de las economías de mercado emergentes todavía registran déficits públicos significativos, con una mediana del 1,6% en términos de PIB en 2005.

Los saldos presupuestarios generales han crecido...

La mediana del pago por intereses de las economías de mercado emergentes se ha reducido, en algunas regiones considerablemente. El descenso de los tipos de interés ha sido particularmente drástico en Argentina y Turquía. En general, los países han aprovechado la mejora en las condiciones de financiación para emitir nueva deuda en términos más favorables. En algunos casos, esto ha facilitado el pago anticipado o la recompra de deuda pública en circulación de mayor coste. En otros, los países han podido obtener por anticipado los recursos necesarios para cubrir sus necesidades financieras a los tipos de interés más bajos vigentes en los últimos trimestres. Se estima que a finales de enero de 2006 los prestatarios de mercados

... los pagos por intereses se han reducido...





emergentes habían cubierto casi la mitad de sus necesidades de financiación para todo el año.

... y los resultados fiscales primarios han mejorado

La tendencia de los resultados fiscales primarios (que excluyen los pagos por intereses) quizá permite evaluar mejor la durabilidad de la evolución reciente de las cuentas públicas (véase el Gráfico III.6, panel central). El superávit primario ha crecido de forma acentuada entre los exportadores de petróleo, aunque también lo ha hecho en otras regiones. Así, en Rusia y Arabia Saudita, el saldo fiscal primario de 2004–05 alcanzó en promedio el 8% y el 16% del PIB respectivamente. También se registraron buenos resultados primarios (entre un 2% y un 7% del PIB) en Argentina, Brasil, Chile y Turquía. Por el contrario, en la India, todavía se observa un déficit primario, aunque también ha ido disminuyendo con el tiempo.

#### *Ajustes de ingresos y de gastos*

Algunas de las mejoras recientes en los resultados fiscales primarios obedecen a factores cíclicos o temporales, lo que genera preocupación por la posible reversión de las posiciones fiscales cuando la coyuntura económica y financiera mundial deje de ser inusualmente favorable. Aunque en general no se dispone de estimaciones fiables y comparables de las posiciones estructurales de las economías emergentes, el análisis de la adopción de medidas para reducir los gastos y aumentar los ingresos de forma permanente da una idea de la durabilidad del ajuste fiscal en algunas economías de mercado emergentes muy endeudadas. En teoría, dichas medidas están diseñadas para minimizar las distorsiones que pudieran afectar al bienestar económico y al potencial de crecimiento.

La reducción del gasto es difícil

A muchas economías emergentes les resulta muy difícil reducir el gasto. Un obstáculo son las partidas fijas de los gastos presupuestarios, que incluyen los pagos por intereses de la deuda, elevados compromisos salariales o de pensiones públicas, o generosas prestaciones sociales. Así ocurre, por

ejemplo, en Brasil y Turquía. En China o la India, así como en países exportadores de petróleo, el incremento de los ingresos debido al rápido crecimiento económico o a las inesperadas subidas del precio del petróleo ha generado presiones para incrementar los salarios del sector público o el gasto social. El aumento de estas partidas, además de dificultar la reducción del gasto, limita las posibilidades de incurrir en gastos necesarios para mejorar la calidad de la función pública o para reforzar sectores prioritarios como la sanidad, la educación o las infraestructuras. Como refleja el Gráfico III.7, últimamente se observa cierta tendencia al aumento del gasto público en las economías de mercado emergentes.

Recientemente, el impacto fiscal de este aumento del gasto se ha visto aliviado por el incremento de los ingresos públicos en porcentaje del PIB patentes en todas las regiones, en especial en los países exportadores de crudo (véase el Gráfico III.7, panel izquierdo). La mediana del coeficiente de ingresos públicos se ha incrementado unos dos puntos porcentuales en esta década, hasta situarse en el 27,1% del PIB en 2005 (comparado con la mediana del 38% de un grupo de países desarrollados). En muchos casos, esta mejora de los ingresos no ha ido acompañada de un aumento del gasto primario.

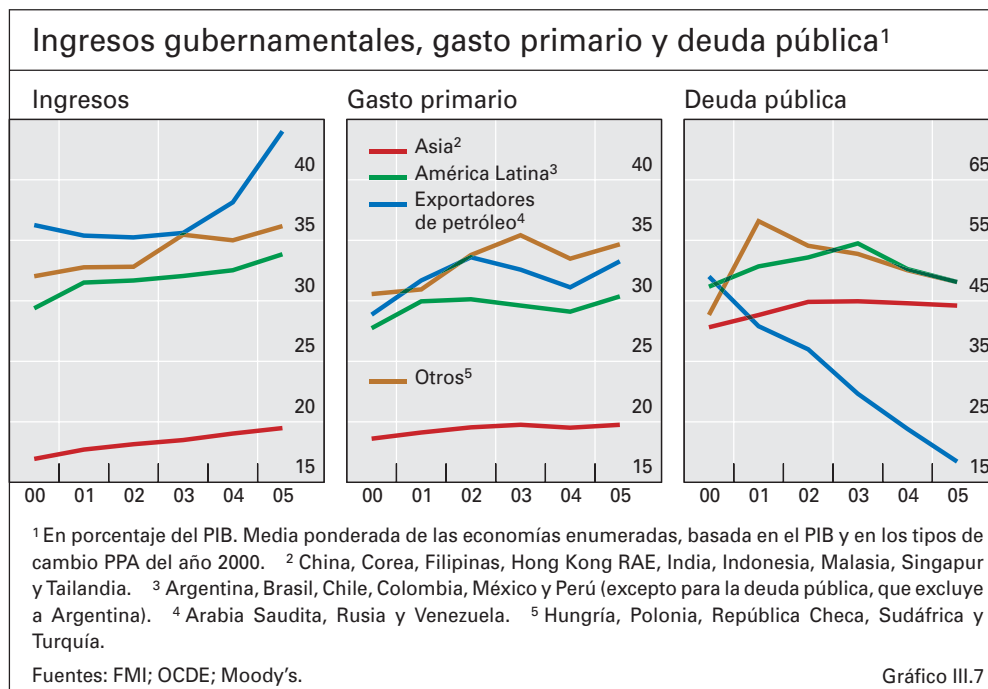
A pesar de su incremento reciente, preocupa el hecho de que los coeficientes de ingresos públicos todavía sean comparativamente bajos en varias economías emergentes. Por ejemplo, los ingresos públicos oscilan entre el 18% y el 20% del PIB en la India y Filipinas, muy por debajo de la media del 29% de Estados Unidos, donde los impuestos son bajos si se comparan con los de otros países desarrollados.

Otra preocupación es que estos incrementos pudieran revertirse en caso de presentarse una fase recesiva del ciclo, salvo que se llevasen a cabo reformas estructurales que mejorasen de forma permanente la posición fiscal.

El mayor coeficiente de ingresos públicos ha ayudado...

... pero en algunos casos aún es bajo...

... y se requieren reformas estructurales



En este sentido, el progreso ha sido dispar. En Filipinas, por ejemplo, se espera que la reciente ampliación del ámbito de aplicación del impuesto sobre el valor añadido repercuta en un aumento significativo de los ingresos. No obstante, asegurar las mejoras fiscales probablemente requiera limitar cualquier crecimiento posterior del gasto. En la India, la Ley de Responsabilidad Fiscal y Gestión Presupuestaria promulgada en 2003 tiene por objetivo equilibrar el componente de gasto corriente del presupuesto (excluida la inversión) para 2008. También se ha progresado en la ampliación de la base impositiva del sector servicios. En Turquía, existe una clara necesidad de ampliar la base impositiva para incluir el amplio sector informal y para aumentar la cobertura del impuesto sobre la renta de las personas físicas y del impuesto de sociedades. No obstante, estas medidas también llevarán tiempo. En algunos países se han conseguido niveles relativamente altos de ingresos públicos en proporción del PIB, aunque con frecuencia a través de impuestos con grandes efectos de distorsión, como los gravámenes sobre transacciones financieras. Un estudio reciente sobre la aplicación de este tipo de impuestos en Brasil revela que el cambio a un sistema menos distorsionador podría reforzar el crecimiento económico sin reducir los ingresos fiscales.

#### *Implicaciones del encarecimiento de las materias primas*

Desde 2003, las fuertes subidas de los precios de las materias primas han presentado dos retos fundamentales para la política fiscal. En primer lugar, algunos países importadores de petróleo, especialmente en Asia, han tenido que tomar una decisión sobre las subvenciones destinadas a reducir la factura energética. El aumento del precio del crudo ha acrecentado el coste de dichos subsidios y ha exacerbado las distorsiones que resultan de proteger a los consumidores (y en ocasiones a las empresas) de los cambios en los precios. En algunos casos, el coste de los subsidios se ha traspasado en gran medida a las compañías petrolíferas estatales, a las que no se permite subir los precios minoristas. Estos precios artificialmente bajos han provocado escasez de abastecimiento, han empujado a las compañías petrolíferas locales a vender en el extranjero y han estimulado el contrabando. Algunos países han reaccionado eliminando dichas subvenciones, como Tailandia, que suprimió los subsidios a los combustibles en 2005, mientras que la India e Indonesia los redujeron significativamente, lo que provocó un repunte de los precios de los carburantes. Como se analiza más adelante, el creciente coste de estas ayudas fiscales y los esfuerzos para reducirlas han disparado la inflación general, lo que ha complicado la instrumentación de la política monetaria.

En segundo lugar, los productores deberían responder con prudencia al efecto fiscal de subidas inesperadas e insostenibles de los precios de las materias primas. Dado que es probable que dichas alzas de precios sean temporales, los esfuerzos deben centrarse en limitar el incremento del gasto, que tiende a ser más permanente. Esto también contribuiría a mitigar el indeseado carácter procíclico del gasto público. Además, en el caso del petróleo y de otras materias primas no renovables, el déficit primario, excluidos los ingresos fiscales que obedecen al precio de las materias primas, debería fijarse de tal forma que parte de las ganancias generadas pueda

Los ingresos  
extraordinarios  
deben ahorrarse

invertirse en activos financieros, con cuya rentabilidad podrá financiarse el gasto una vez que las materias primas se hayan agotado. En algunos países, como Chile y Rusia, existen fondos de estabilización que se dotan con las ganancias extraordinarias por los precios de los productos básicos. En 2005, México también adoptó las medidas legislativas necesarias para destinar estos ingresos extraordinarios a financiar la inversión de empresas públicas, particularmente de la petrolera Pemex, y a incrementar sustancialmente un fondo de estabilización petrolero. Sin embargo, la constitución y gestión de este tipo de fondos no han estado exentas de dificultades en algunos países. Por ejemplo, en Venezuela, un fondo macroeconómico de estabilización quedó seriamente mermado tras una huelga importante en la producción de petróleo en 2002. Si bien los ingresos petroleros extraordinarios se han dedicado en parte a acumular reservas y a cancelar la deuda, el fondo no se ha reconstituido últimamente. En cambio, se están asignando cantidades significativas de recursos a financiar el gasto público corriente.

La experiencia reciente de Rusia, que ha mejorado llamativamente su posición financiera neta, ilustra las repercusiones fiscales de este tipo de ingresos excepcionales. La deuda pública rusa en términos brutos se ha reducido marcadamente, desde 96% del PIB en 1999 hasta una estimación del 14% en 2005. En parte, esto se ha debido al pago anticipado de la deuda, principalmente al FMI y al Club de París el pasado año. Además, un fondo de estabilización petrolífero constituido en 2004 acumulaba 43.000 millones de dólares a finales de 2005. Los superávits primarios también han crecido, pasando del 2,7% del PIB en 2002 a cerca del 8,7% en 2005. Al tiempo que los grandes superávits primarios han suavizado las presiones sobre la demanda agregada procedentes de estos ingresos extraordinarios, la política fiscal se ha relajado de manera considerable últimamente. Las propuestas orientadas a gastar una mayor proporción de dichos ingresos, por ejemplo en mayores salarios y pensiones en el sector público, y a aumentar el gasto en infraestructuras hacen temer un posible agravamiento de las presiones inflacionistas. Asimismo, los altos precios del petróleo podrían debilitar el proceso de reformas microeconómicas, que incluye mejoras en la administración tributaria.

Rusia ha reducido su deuda

### *Reducción y sostenibilidad de la deuda*

En los últimos años, la relación entre deuda pública y PIB ha tendido a reducirse en las economías de mercado emergentes (véase el Gráfico III.7, panel derecho), especialmente en Brasil, Indonesia, Rusia y Turquía, así como en Argentina tras el canje de su deuda en 2005. En cambio, estas medidas de endeudamiento se han mantenido estables en Asia.

A pesar de todo, la mediana de los cocientes de deuda pública sobre PIB en las economías de mercado emergentes aún ronda el 46%, nivel suficientemente alto como para preocuparse por la sostenibilidad de la deuda. Las tasas de endeudamiento están bastante por encima de la mediana en la India, Argentina, Filipinas, Brasil y Turquía, pero se sitúan por debajo en varias economías asiáticas (como Corea y Tailandia), en países exportadores de crudo y en Chile. Las cifras de endeudamiento publicadas por China

Los cocientes de deuda pública han disminuido pero aún son altos...

son relativamente bajas, si bien la consolidación fiscal continúa siendo una prioridad. Además, en el sistema financiero hay pasivos contingentes que podrían llegar a ser sustanciales, al tiempo que los objetivos sociales y de desarrollo que se han fijado resultarán costosos.

... lo que genera riesgos específicos

Los casos de Turquía y Brasil ilustran los retos que plantean altas tasas de deuda pública. En ambos países, el crecimiento económico y las políticas implementadas permitieron obtener considerables superávits primarios en 2005 (7% del PIB en Turquía y casi 5% en Brasil), mientras que los menores tipos de interés y la apreciación de sus monedas han contribuido a reducir significativamente los pagos por el servicio de la deuda y las tasas de endeudamiento en la presente década. El endeudamiento de Turquía cayó desde su máximo reciente del 107% al 73% del PIB en 2005, mientras que el de Brasil se contrajo del 65% al 52%. En ambos países las proyecciones apuntan a reducciones adicionales si se mantuviese la orientación reciente de la política fiscal y no se produjesen drásticas desaceleraciones del crecimiento o incrementos en los tipos de interés. No obstante, las perspectivas de la deuda serían menos favorables bajo otros supuestos; por ejemplo, si el crecimiento económico y los tipos de interés se situasen en sus medias históricas. El endeudamiento público de Turquía y de Brasil es sensible a perturbaciones de los tipos de interés, ya que la proporción de deuda con vencimiento a corto plazo o ligada al tipo de interés continúa siendo significativa. En consecuencia, tanto uno como otro podrían mejorar la capacidad de reacción de sus economías si continuasen aplicando políticas que ya han facilitado la reducción del endeudamiento y han reforzado su credibilidad.

El déficit fiscal ha disminuido en la India

En la India, también es un desafío conseguir que la deuda sea sostenible a largo plazo, aunque los riesgos se atenúan por el hecho de que el Gobierno no se endeuda en moneda extranjera y los bancos mantienen inmovilizada en sus carteras gran parte de la deuda pública. Aunque ha habido importantes reducciones en el déficit presupuestario general total en los últimos años, el porcentaje previsto del 7,7% del PIB para 2005–06 (frente al 10% del PIB en 2002–03) sigue siendo demasiado alto.

## Políticas monetaria y de tipo de cambio

En el contexto de una vigorosa demanda mundial, el crecimiento se vio estimulado por las dos principales alteraciones que afectaron a las economías de mercado emergentes en el periodo analizado: un nuevo incremento generalizado de los precios de las materias primas y la mayor demanda de activos de estos países. Sin embargo, estas dos perturbaciones inclinan los riesgos hacia un aumento de la inflación, lo que plantea ciertos retos para la política monetaria. Los elevados precios de las materias primas tienden a aumentar directamente la inflación, tanto para los países que las exportan como para aquéllos que las importan, aunque los primeros también ven potenciados sus ingresos. La mayor demanda exterior de activos de mercados emergentes también tiende a estimular la demanda agregada y podría generar inflación a través de la relajación de las restricciones a la financiación.

Riesgo inflacionario

El margen de capacidad ociosa se ha estrechado y, en algunos casos, los mercados de trabajo se han tensado. Aunque la inflación se ha mantenido en general baja, en algunos países se han producido subidas acentuadas y los riesgos inflacionistas se han hecho cada vez más claros.

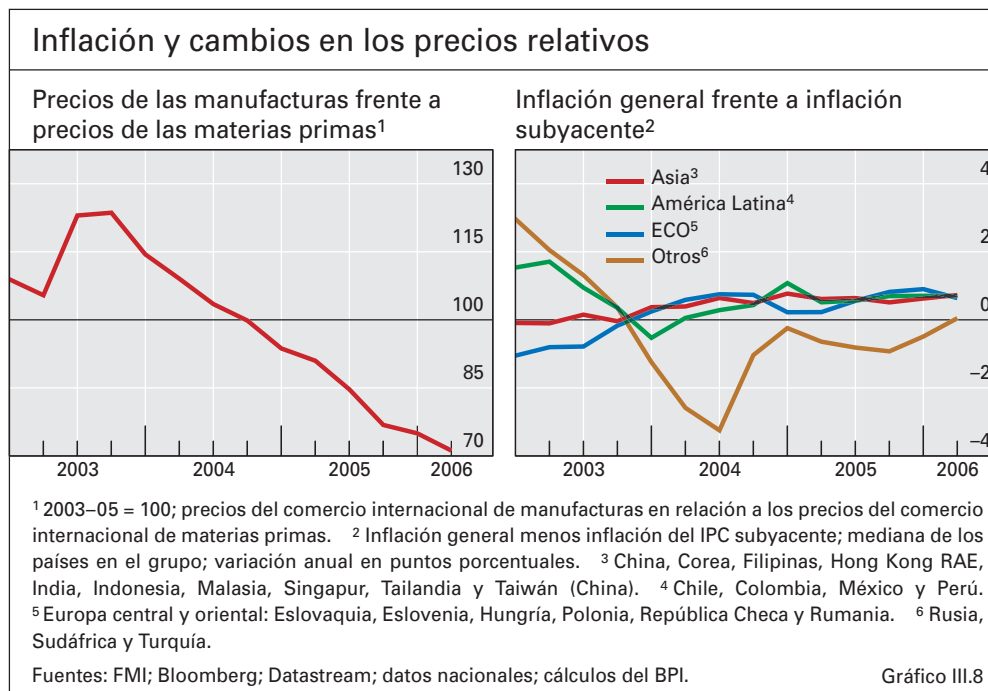
*Implicaciones de las alteraciones de los precios relativos*

El primer aspecto que complica la conducción de la política monetaria es la evaluación de las alteraciones sobre los precios relativos. Mientras las materias primas se han encarecido, los precios de las manufacturas en los mercados internacionales apenas lo han hecho (véase el Gráfico III.8, panel izquierdo). Si esta perturbación del precio de los productos básicos se previese reversible no constituiría una amenaza importante para la inflación subyacente, pero los cambios a más largo plazo en los precios relativos son más problemáticos, como bien ilustra la experiencia reciente. El encarecimiento de las materias primas ha abierto una brecha entre la inflación general y la subyacente que se ha mantenido durante un largo periodo (véase el Gráfico III.8, panel derecho), lo que plantea la cuestión de si las autoridades monetarias deberían conceder más importancia a los movimientos de la inflación subyacente o a los de la inflación general al medir los riesgos inflacionarios y formular la política monetaria.

Deben tomarse en consideración dos aspectos opuestos. El primero es que el encarecimiento de las materias primas está siendo bastante prolongado (aparentemente por el continuo reforzamiento de la demanda), ya ha elevado la inflación general y, en algún momento, podría influir sobre las expectativas de inflación. El segundo es que, a pesar de lo anterior, en buena parte de los mercados emergentes todavía no hay señales evidentes de mayores expectativas de inflación, ni las consiguientes presiones sobre los salarios.

Las perturbaciones de los precios relativos complican la política monetaria

Precios altos de las materias primas pero expectativas estables



Parece que en las economías emergentes se están produciendo cambios estructurales en el proceso de formación de precios similares a los observados en las economías desarrolladas (véase el Capítulo II). De hecho, los precios de los bienes y servicios (incluidos los salarios) parecen haberse vuelto menos sensibles a las perturbaciones provocadas por alteraciones específicas de precios o incluso a variaciones del nivel de utilización de la capacidad.

El aumento o disminución de la inflación general...

Estas consideraciones conllevan implicaciones contrapuestas a la hora de aplicar las políticas. Por un lado, el persistente encarecimiento de las materias primas hace aconsejable trabajar sobre las expectativas, centrándose en la inflación general. Por otro, si el comportamiento de los precios ha variado de forma considerable, se haría necesaria una respuesta más contenida de las políticas, basada en el supuesto de que la inflación general acabará cayendo hasta los niveles de la subyacente.

... depende de los factores que intervienen en la formación de precios

Resulta difícil valorar si la inflación subyacente aumentará hasta los niveles de la general o si ésta caerá a los niveles de la subyacente. Para ello, habría que resolver si perdurarán tanto la alteración de los precios de las materias primas como los cambios en el proceso de fijación de precios que parecen haber anclado los precios subyacentes hasta ahora. En cuanto al segundo interrogante, China es un elemento clave, al no registrar en la actualidad niveles de inflación muy bajos a pesar de que el crecimiento económico es lo suficientemente alto como para presionar al alza los precios mundiales de las materias primas. Ello podría explicarse por las notables ganancias de productividad en el sector manufacturero, que podrían resultar duraderas y tener efectos persistentes en los salarios y precios, tanto en China como en otros países.

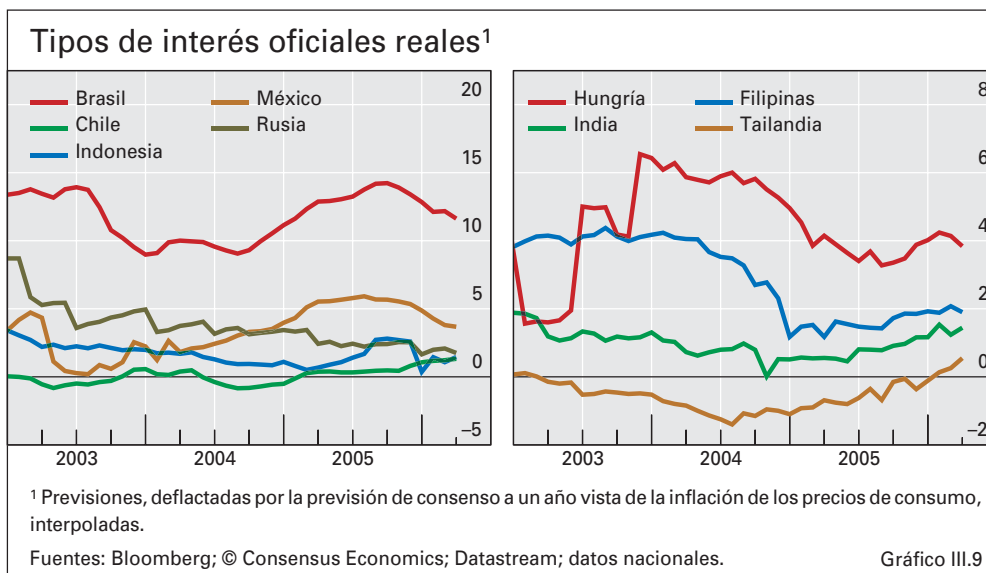
La inflación sigue representando un riesgo

Sin embargo, en el pasado China ha experimentado brotes de inflación tras largos periodos de rápido crecimiento. Además, es posible que la inflación de China esté de hecho aumentando, pero que esta subida no esté reflejada en los datos por no tenerse suficientemente en cuenta la inflación de los precios de los servicios al elaborar el índice de precios. Finalmente, las presiones inflacionistas parecen ya significativas en una serie de economías de mercado emergentes.

Los primeros en reaccionar han obtenido mejores resultados

Con este trasfondo de incertidumbre, las fluctuaciones de los precios relativos durante los últimos años han producido diferentes respuestas de política monetaria, con tendencia general al endurecimiento. Algunos productores de materias primas se han centrado más en la inflación general que en la subyacente. Los tipos de interés oficiales de Brasil, Chile y México subieron en una fase relativamente temprana del proceso, evitando la erosión de los tipos de interés reales ex ante, a medida que aumentaban las previsiones inflacionistas (véase el Gráfico III.9). Por el contrario, el tipo de interés real en Rusia se ha movido a la baja.

En algunos países asiáticos, la política monetaria incidió más sobre la inflación subyacente que sobre la general en un primer momento, al considerar las autoridades que la perturbación de los precios de los productos básicos era temporal, con pocas posibilidades de que se extendiese a las expectativas. Sin embargo, los tipos de interés oficiales subieron con fuerza más adelante, cuando las perturbaciones empezaron a revelarse más



persistentes. En algunos países importadores de petróleo (como la India, Indonesia, Malasia y Tailandia) las subvenciones a los consumidores de energía suavizaron inicialmente el efecto del encarecimiento del petróleo sobre el precio local. No obstante, al durar dicho encarecimiento más de lo previsto, varios países se vieron forzados a recortar drásticamente sus subvenciones energéticas ante los crecientes costes (hasta un 3,5% del PIB en 2005 en el caso de Indonesia). También se elevaron los tipos de interés ante el riesgo de que las expectativas de inflación se vieran afectadas de otro modo.

A pesar de que en Indonesia ya estaban subiendo los tipos de interés en anticipación del repunte de la inflación tras los últimos recortes en las subvenciones energéticas, el drástico aumento de la inflación registrada se transmitió a las expectativas. Una oleada de inestabilidad afectó a los mercados cambiarios y de bonos domésticos, a medida que los tipos de interés oficiales más altos provocaron la desinversión en deuda pública por parte de los fondos de inversión. Más tarde la situación se estabilizó, habiéndose recuperado la rupia desde entonces. En Tailandia, donde la inflación se mantuvo baja a pesar del tipo de interés real negativo, las autoridades monetarias subieron rápidamente los tipos de interés al hacerse evidente la transmisión a las expectativas y elevarse la inflación. En Filipinas, donde el tipo de interés real era más alto, las autoridades tardaron más en subir los tipos oficiales, a pesar del aumento de la inflación en 2004 debido a la influencia de ciertos factores por el lado de la oferta. Dichas subidas estabilizaron la inflación en 2005, aunque en 2006 ha vuelto a subir.

#### *Respuestas a las presiones alcistas sobre el tipo de cambio*

El tipo de cambio a menudo se ve sometido a intensas presiones alcistas en países con fuerte crecimiento de la demanda, superávit por cuenta corriente (gracias a la mejora de la relación real de intercambio) y cuantiosos flujos de entrada de capitales. Esto plantea un dilema a las autoridades, que pueden optar por permitir la apreciación de la moneda o tratar de prevenirla, relajando

La supresión de las subvenciones elevó los precios...

... pero las reacciones fueron distintas

Las presiones alcistas plantearon un dilema



la política monetaria o interviniendo en los mercados de divisas. La apreciación de la moneda nacional podría mitigar los riesgos inflacionarios, atenuar los efectos del encarecimiento de las materias primas sobre los precios y los ingresos de los exportadores y reducir las presiones sobre la capacidad productiva en los países que experimentan una fuerte demanda. También podría suavizar la tendencia a relajar las condiciones de financiación en los países que reciben elevados flujos de capital. Sin embargo, apreciaciones rápidas o muy fuertes de la moneda pueden tener efectos adversos sobre la competitividad.

A veces la relajación monetaria es conveniente

Evitar dicha apreciación relajando la política monetaria o interviniendo en los mercados de divisas puede tener otros inconvenientes. En regímenes con objetivo explícito de inflación, una política monetaria más laxa sólo sería apropiada cuando se espera que la apreciación de la moneda sitúe la inflación por debajo del objetivo. Distinto sería si la apreciación fuese una respuesta para compensar la expansión de las entradas de capital y las mejoras notorias de los términos de intercambio, ya que en tal caso la relajación de la política monetaria podría exacerbar los riesgos inflacionistas.

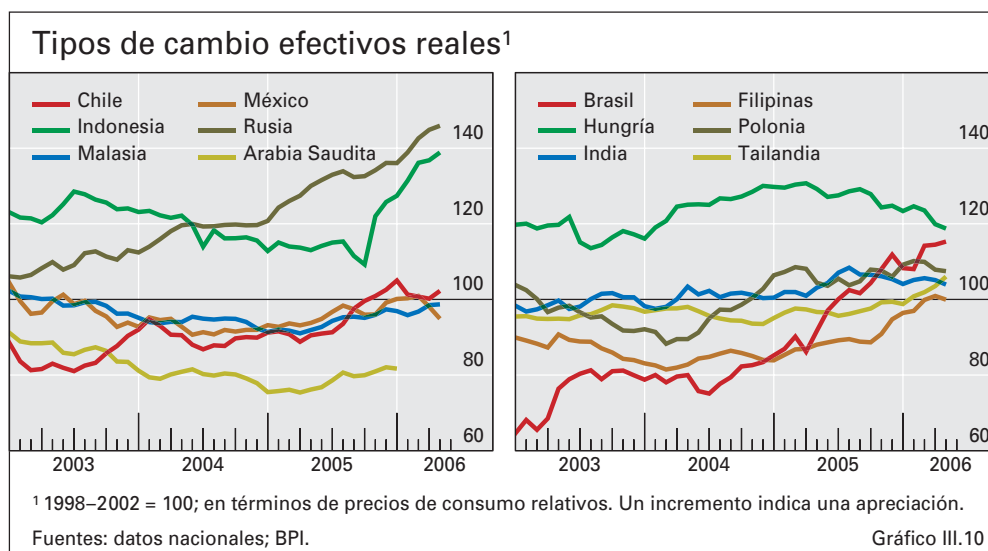
Las intervenciones cambiarias pueden evitar desajustes

Si la presión sobre los tipos de cambio se considera pasajera (por ejemplo, si se espera que se reviertan algunos flujos de entrada de capitales o que la relación real de intercambio se reduzca más adelante), entonces las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario pueden ser preferibles a la relajación de la política monetaria como forma de evitar la apreciación. Los problemas se acumulan, sin embargo, a medida que la intervención se prolonga, ya que se hace más difícil esterilizarla, lo que de nuevo provoca una laxitud indeseada en las condiciones de financiación internas e imprime un impulso inflacionista. Incluso aunque fueran esterilizadas completamente, las intervenciones a gran escala podrían distorsionar los mercados financieros nacionales, a causa del volumen de emisión de deuda que requeriría una completa esterilización.

#### *Respuestas según los regímenes de política monetaria*

Algunos países han permitido la apreciación

Las soluciones al citado dilema han variado considerablemente en los distintos países, dependiendo hasta cierto punto de la manera en la que el régimen monetario de cada país ha influido en la respuesta de éste a las variaciones del tipo de cambio nominal. Algunos países, normalmente aquéllos con regímenes basados en objetivos de inflación, han optado por flexibilizar su tipo de cambio. Por ejemplo, entre los exportadores de materias primas donde se anticipaban presiones alcistas por la mejora en la relación real de intercambio, Brasil y Chile experimentaron apreciaciones significativas del tipo de cambio nominal entre principios de 2005 y comienzos de 2006, que se han reflejado en una apreciación significativa del tipo de cambio efectivo real (véase el Gráfico III.10). Esto contrasta con otros países que optaron por una mayor estabilidad de los tipos de cambio nominales, como Argentina y Rusia, cuyos regímenes monetarios pueden calificarse de híbridos, y Arabia Saudita y Venezuela, con tipos de cambio fijos. Aun así, a excepción de Arabia Saudita, los tipos de cambio reales se han apreciado en estos países debido al incremento de la inflación. En Rusia, las autoridades han reconocido la



necesidad de permitir una mayor apreciación del tipo de cambio nominal para contrarrestar el incremento de la liquidez y quitar fuerza al exceso de demanda.

Las autoridades de China y de buena parte de otros países asiáticos han intervenido durante años a gran escala para moderar la apreciación. Esta intervención masiva y sostenida situó las reservas chinas en 875.000 millones de dólares a finales de abril del presente año. Los países exportadores de petróleo han contribuido sustancialmente al volumen de activos financieros exteriores mantenidos como reservas oficiales (véase el Cuadro III.5). En el resto de países, la cadencia de acumulación de reservas de divisas parece haber disminuido con respecto a los ritmos vertiginosos de 2003 y 2004. Aunque el grado de esterilización ha variado, su efecto potencial sobre los

Grandes  
intervenciones en  
Asia

Reservas de divisas							
	Volumen de reservas <sup>1</sup>				En relación a los títulos de deuda pública <sup>2</sup>		
	2000	2004	2005	Abr 2006 <sup>3</sup>	2000	2004	2005
Total economías emergentes	973	2.094	2.487	2.679	39	59	64
Países exportadores de petróleo <sup>4</sup>	110	282	386	443	26	61	78
China	166	610	819	875	-7	104	152
Otros países asiáticos <sup>5</sup>	529	962	1.003	1.060	103	100	93
América Latina <sup>6</sup>	88	111	121	124	12	13	10
Otras economías emergentes <sup>7</sup>	80	129	159	177	28	15	19

<sup>1</sup> A finales de año; en miles de millones de dólares de EEUU. <sup>2</sup> En porcentaje. Calculado como la proporción entre el volumen de reservas de divisas excluido el efectivo en circulación y los títulos de deuda pública nacionales e internacionales en circulación. Para Argelia, Egipto, Nigeria, Omán, Qatar y Venezuela, se incluyen sólo títulos de deuda internacionales; para India, sólo títulos nacionales. <sup>3</sup> O últimos datos disponibles. <sup>4</sup> Argelia, Egipto, México, Nigeria, Omán, Qatar, Rusia y Venezuela. <sup>5</sup> Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). <sup>6</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. <sup>7</sup> Hungría, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.  
Fuentes: FMI; BPI. Cuadro III.5

mercados financieros locales podría calcularse comparando las reservas con los títulos de deuda pública en circulación. En los casos en que este cociente es alto, como en Asia, los posibles efectos distorsionadores sobre la intermediación financiera merecen ser estudiados detenidamente.

Esfuerzos para atajar el exceso de liquidez

Varios países han empezado a valerse de otros instrumentos para resolver el dilema antes mencionado. En los estados bálticos y del sudeste europeo, las autoridades han recurrido a medidas directas como incrementos del coeficiente de reservas mínimas y límites prudenciales más estrictos. Con el fin de cumplir los criterios de Maastricht y sumarse a los protocolos del nuevo Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC II), estos países están tratando de controlar la inflación y mantener la estabilidad del tipo de cambio. No obstante, el uso de instrumentos directos en estos países plantea dudas sobre posibles ineficiencias y costes para el sistema financiero.

Presiones bajistas

Mientras los países antes indicados se han centrado en responder a las presiones tendentes a la apreciación, otros experimentaron presiones bajistas significativas en 2005 o en el primer trimestre de 2006. Por ejemplo, la rupia de Indonesia se depreció un 11% frente al dólar estadounidense en agosto de 2005 debido a la incertidumbre por la carga fiscal derivada de las subvenciones energéticas ante el encarecimiento del petróleo, aunque después se ha recuperado. El forint húngaro se depreció entre febrero y comienzos de abril de 2006, también por el recelo ante la situación fiscal y la posición en cuenta corriente.

#### *Consecuencias de estas respuestas*

Cabe preguntarse si puede demostrarse la influencia que han tenido para la inflación observada las diferencias en los regímenes de política monetaria y en la atención prestada a los tipos de cambio.

La inflación se moderó en países con objetivos explícitos de inflación...

Como resume el Cuadro III.6, la respuesta es variada. Los países con objetivos explícitos de inflación, en los que el tipo de cambio se dejó fluctuar con relativa libertad, han registrado en general una tasa de inflación moderada. Dentro de este grupo, Corea muestra pocas señales de inflación en los precios de consumo, mientras que las tasas de inflación en Brasil y Turquía se han conseguido reducir hacia el objetivo desde niveles altos. En México la inflación ha disminuido hasta quedar comprendida en el intervalo objetivo por primera vez desde su adopción, y en Chile también se encuentra dentro del margen objetivo. Ambos países permitieron el ajuste de su tipo de cambio y elevaron pronto sus tipos de interés oficiales. En Colombia y Perú, países productores de materias primas también con objetivos de inflación, se han observado resultados similares.

... fue incluso más baja en regímenes con tipo de cambio fijo...

No obstante, la mediana de la inflación de los países con regímenes de tipo de cambio fijo fue menor que en aquéllos con objetivos explícitos. Tanto China como Arabia Saudita presentan situaciones extrañas, ya que la inflación de los precios de consumo ha permanecido muy baja en ambas, a pesar del rápido crecimiento y de los síntomas de liquidez elevada. Sin embargo, el anclaje del tipo de cambio no asegura siempre una inflación baja. Valga el ejemplo de Venezuela, donde el tipo de cambio fijo no ha impedido que se registre una inflación de dos dígitos.

Indicadores utilizados en diferentes regímenes de política monetaria			
Mediana de los datos de los países para 2004–05, excepto indicación en contrario			
	Países con:		
	Objetivo de inflación <sup>1</sup>	Regímenes híbridos <sup>2</sup>	Objetivo de tipo de cambio <sup>3</sup>
IPC general <sup>4</sup>	3,9	7,0	2,9
Inflación con respecto al objetivo/socio <sup>5</sup>	0,2	.	1,0
Tipo de interés real <sup>6</sup>	2,4	0,7	1,1
Tipo de cambio efectivo nominal <sup>4</sup>	3,8	0,2	-2,3
Reservas de divisas <sup>4</sup>	12,5	16,4	18,5
Crédito del sector privado <sup>4</sup>	15,2	24,8	29,4

<sup>1</sup> Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, México, Perú, Polonia, República Checa, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. <sup>2</sup> Argentina, India, Indonesia, Rumanía, Rusia, Singapur y Taiwan (China). <sup>3</sup> Arabia Saudita, China, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hong Kong RAE, Letonia, Lituania, Malasia y Venezuela. <sup>4</sup> Variación porcentual anual. <sup>5</sup> Divergencia respecto del centro de los intervalos de objetivos de inflación o respecto del objetivo implícito de su principal socio (1,8 para la zona del euro, 2,0 para EEUU), en puntos porcentuales. <sup>6</sup> Tipo de interés del Banco Central o tipos de interés a corto plazo del mercado monetario, deflactados por las previsiones del IPC a un año vista realizadas por Consensus, interpolados.

Fuentes: FMI; Bloomberg; © Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro III.6

La inflación más alta se registró en países con sistemas híbridos que no han adoptado plenamente objetivos de inflación o no utilizan un ancla nominal explícita. Algunos de ellos parecen conceder gran importancia a la estabilidad cambiaria, a juzgar por la pequeña variación de la mediana del tipo de cambio nominal. Estos países también han gozado de mayor liquidez que aquellos con objetivos explícitos de inflación.

... y la más alta se registró en regímenes híbridos

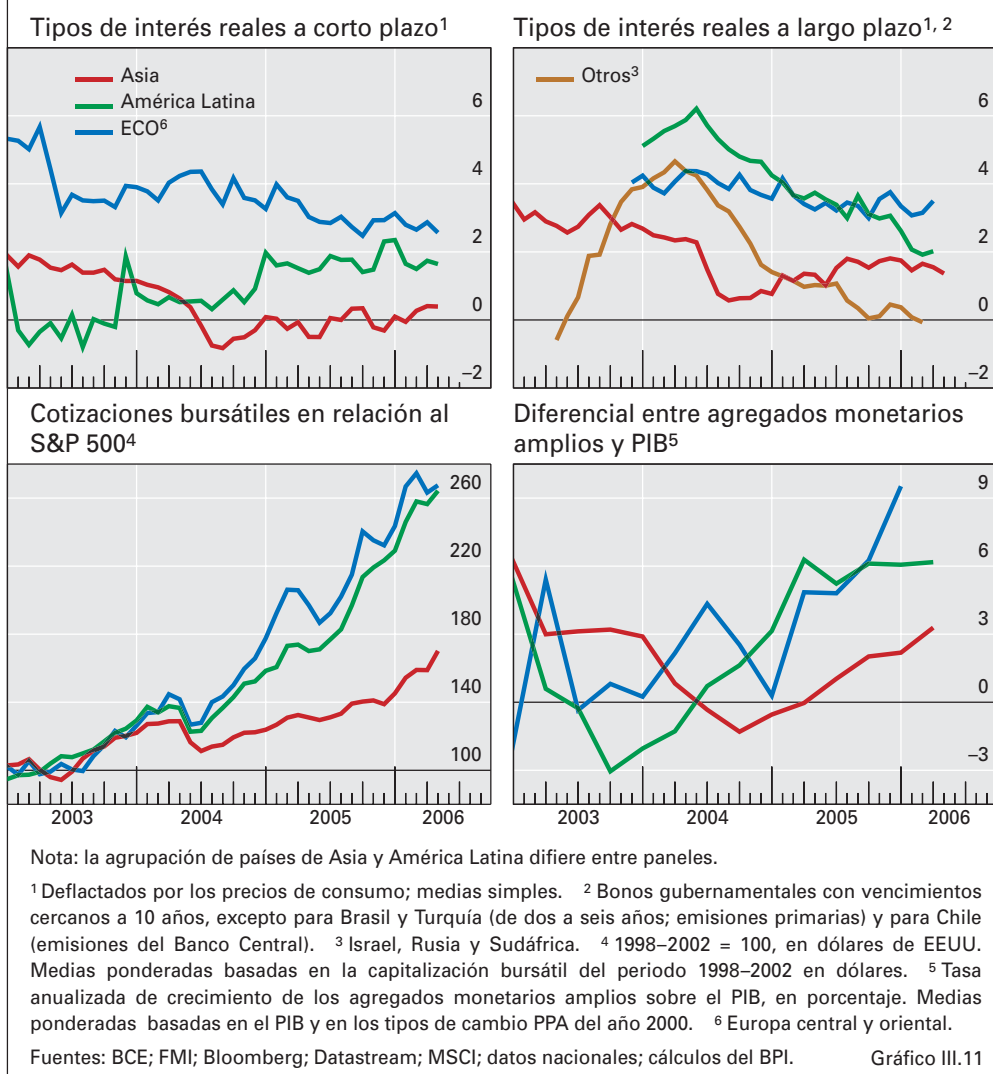
Entre los países con sistema híbrido, Argentina y Rusia han registrado inflación de dos dígitos, manteniéndose su tipo de cambio nominal relativamente estable. Su experiencia sugiere que realmente existen riesgos asociados a la resistencia a la apreciación como respuesta a las perturbaciones externas. En estos países, los datos de los precios industriales también muestran la inminencia de niveles significativos de inflación. Los precios administrados o controlados enmascaran un problema de inflación potencialmente más serio.

Pese a las medidas de endurecimiento adoptadas últimamente en algunos países, las perturbaciones externas recientes y las respuestas de política monetaria han venido acompañadas, en general, de condiciones financieras expansivas en las economías emergentes. Así se desprende de la persistencia de tipos de interés reales en niveles bajos, a pesar de la fortaleza de la actividad económica y de los significativos incrementos de los agregados monetarios amplios (véase el Gráfico III.11). Sin embargo, las cotizaciones bursátiles, que habían seguido un marcado recorrido al alza, se desplomaron en mayo de 2006 en varios países.

Las condiciones de financiación han sido favorables

La principal conclusión es que, aunque ahora sean difíciles de observar, los riesgos inflacionarios en las economías de mercado emergentes han

## Condiciones en los mercados financieros



El riesgo de inflación ha aumentado

aumentado. La experiencia reciente también ha mostrado cómo puede afectar la política monetaria al sistema financiero. Intervenciones a gran escala o relaciones monetarias prolongadas para mantener bajo el tipo de cambio pueden afectar a los balances del sector privado (especialmente de los bancos), reducir los tipos de interés reales, acelerar el crecimiento del crédito y promover la acumulación de deuda. Los efectos de los desequilibrios resultantes, ya sea sobre la inflación o sobre el crecimiento, tardarán algún tiempo en dejarse sentir plenamente, pero serán mayores cuanto más tiempo se permita que continúe el estímulo monetario.

## IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados

### Aspectos más destacados

La política monetaria de los principales países industrializados se mantuvo en general acomodaticia durante el periodo analizado, incluso ante el fortalecimiento de las economías y la mejora de las perspectivas. Sin embargo, al constatarse que los riesgos para la estabilidad de precios habían aumentado, los bancos centrales tomaron medidas para reducir el efecto expansivo de sus políticas. La Reserva Federal continuó elevando su tipo de interés oficial a un ritmo mesurado, hasta un nivel considerado ampliamente compatible con la estabilidad de precios y el crecimiento sostenible a largo plazo. El BCE empezó a subir su tipo de interés oficial a finales de 2005 desde su mínimo histórico anterior. Uno de los principales motivos de preocupación de estos bancos centrales fue determinar si su ritmo de endurecimiento era el adecuado a la vista de los elevados precios de la energía, la creciente utilización de la capacidad productiva y el dinamismo de los mercados de la vivienda. El Banco de Japón, ante los crecientes indicios de cese de la deflación, anunció en marzo de 2006 el fin de su prolongada política de relajación cuantitativa. De cara al futuro, contempló un retorno a la utilización de instrumentos más ortodoxos. Sin embargo, la política monetaria siguió favoreciendo la incipiente reactivación económica, ya que el objetivo de los tipos de interés oficiales se mantuvo en cero y los tipos de interés reales se tornaron negativos.

Por lo que se refiere a las economías industrializadas avanzadas más pequeñas, los desafíos de política monetaria fueron más variados, dada la mayor complejidad de la combinación de factores internos y externos en juego. El Banco de Canadá, el Banco Central de Noruega, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional de Suiza redujeron su grado de acomodación elevando sus tipos de interés oficiales desde niveles bastante bajos. Otros países, que se encontraban en una etapa más avanzada del ciclo económico, tan solo aplicaron ajustes menores a sus políticas. El Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia elevaron sus tipos de interés oficiales de forma moderada, mientras que el Banco de Inglaterra los redujo también con moderación.

Pese a los riesgos al alza derivados de las presiones inflacionistas, la actuación de numerosos bancos centrales se explica por el nivel persistentemente bajo de la inflación subyacente y por las expectativas de inflación bien ancladas, que atribuyeron en parte a la mayor competencia mundial y a su moderadora influencia sobre los salarios y los precios. En la última sección de este capítulo se analizan algunos de los retos de política monetaria derivados de la mayor integración económica y financiera mundial ("globalización").

## Análisis de la evolución

### Estados Unidos

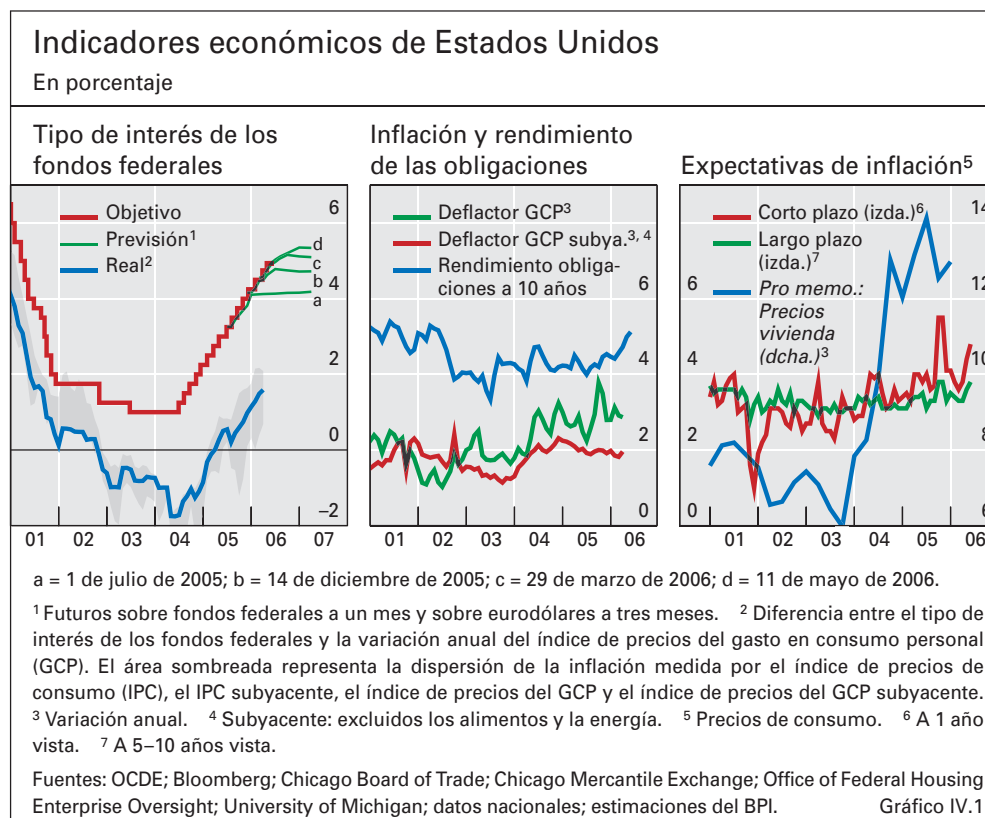
La Reserva Federal elevó sus tipos de interés...

Durante el periodo analizado, la Reserva Federal continuó reduciendo el grado de acomodación de su política. El tipo de interés objetivo de los fondos federales se incrementó en 25 puntos básicos en cada reunión de su comité de política monetaria, hasta situarse en el 5% en mayo de 2006 (véase el Gráfico IV.1). Su última variación supuso el decimosexto incremento consecutivo de este ciclo restrictivo, que se había iniciado en junio de 2004 con los tipos de interés en el 1%. Este ciclo se caracterizó por el anuncio previo de cada variación del tipo de interés. Sin embargo, a finales de 2005 algunos miembros del comité manifestaron menor certeza sobre la evolución de la política monetaria.

... mientras la inflación se mantuvo moderada...

El mantenimiento en niveles moderados de la inflación subyacente fue otra de las características destacables de esta fase restrictiva. La inflación medida por el índice general de gasto en consumo personal (GCP) continuó subiendo hasta alcanzar el 4% interanual, a medida que se dejaban sentir los efectos del encarecimiento de la energía y las materias primas. Aun así, la inflación subyacente se mantuvo baja y estable en torno al 2%. Hacia el final del periodo, sin embargo, los indicios de un crecimiento subyacente vigoroso, un leve aumento en la inflación esperada a largo plazo y una mayor utilización de los factores productivos, especialmente en los mercados de trabajo, hicieron que el comité reforzara la vigilancia ante los riesgos inflacionistas.

... y el crecimiento fue vigoroso



La estrategia de comunicación de la Reserva Federal ha sido fundamental para orientar a los mercados durante esta fase restrictiva. Cuando el comité de política monetaria empezó a contemplar la posibilidad de poner fin a las medidas de corte restrictivo, ajustó sus declaraciones sobre la trayectoria probable de los tipos de interés oficiales y sobre una eventual pausa. En particular, en diciembre de 2005 abandonó el famoso “mesurado” que había empleado desde mediados de 2004 para describir el probable ritmo de aumento del tipo de interés, y manifestó que, una vez eliminado un considerable grado de acomodación, las futuras orientaciones de política monetaria deberían mostrarse más sensibles a los anuncios de datos económicos. Además, afirmó que el efecto acumulado de cambios posteriores probablemente no sería sustancial. La reacción de los mercados a este cambio de terminología fue bastante comedida.

Al atisbarse el fin del ciclo restrictivo...

A pesar de valorar positivamente la manera en que se había instrumentado el actual ciclo restrictivo, el comité discutió la posibilidad tanto de pecar por exceso en el ajuste de la política monetaria como de hacerlo por defecto. A finales de 2005, cuando el comité dejó de calificar de acomodaticia su política, algunos de sus miembros empezaron a argumentar que los tipos de interés oficiales podrían haber alcanzado ya un nivel acorde con el crecimiento del producto hasta su potencial, teniendo en cuenta los desfases generalmente asociados al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Aun así, las subidas posteriores de los tipos de interés oficiales indicaron que los riesgos inflacionistas seguían inquietando a una mayoría de miembros del comité.

... era necesario equilibrar los riesgos de excederse en el ajuste del tipo de interés oficial con...

Los altos precios de la vivienda y las elevadas cargas financieras del endeudamiento de los hogares se identificaron como factores de riesgo cruciales para las perspectivas de crecimiento futuras, aun habiéndose apreciado indicios de que el mercado de la vivienda estadounidense estaba enfriándose. Para la Reserva Federal era importante determinar si esta situación exigía una respuesta de política monetaria más restrictiva que en ocasiones anteriores, dada la posibilidad de que la vivienda estuviera sensiblemente sobrevalorada. Al analizar la cuestión, el comité de política monetaria coincidió en que, en principio, la evolución de los precios de la vivienda debería tenerse en cuenta si amenazara los objetivos principales de estabilidad de precios y crecimiento económico sostenible. No obstante, también concluyó que responder a posibles valoraciones incorrectas en tales circunstancias seguramente no contribuiría, en último término, a alcanzar sus objetivos principales en materia de política monetaria. La incertidumbre asociada a la determinación del valor adecuado y a la evolución probable de los precios de estos activos se consideró por lo general demasiado grande como para que la Reserva Federal pudiera actuar con confianza.

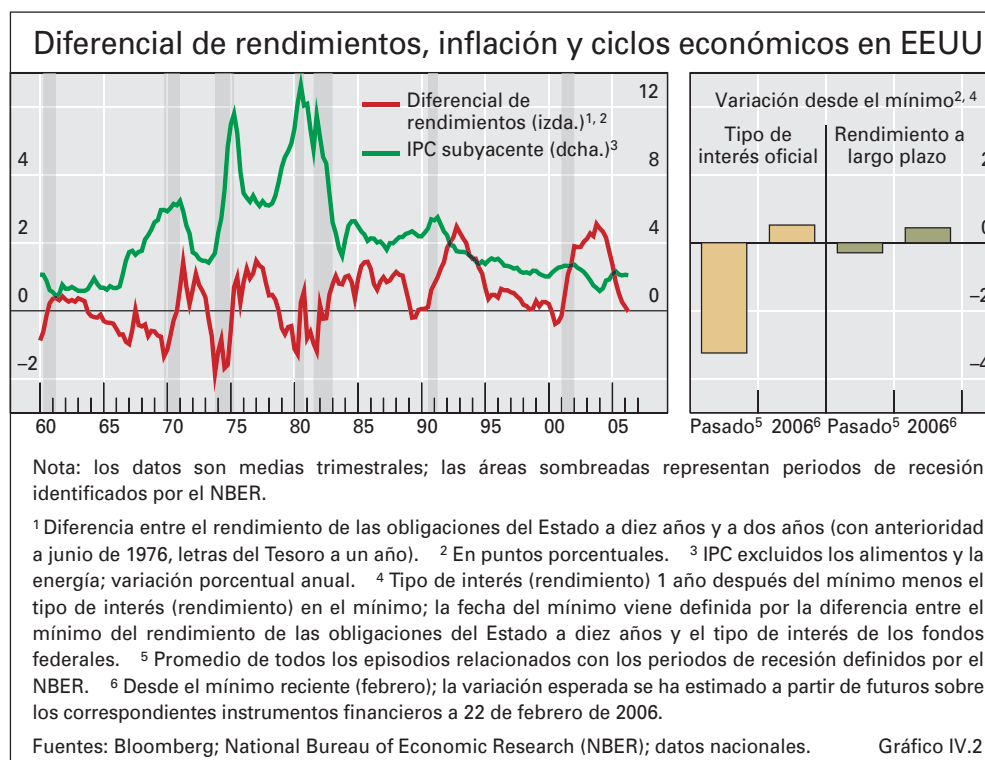
... los riesgos para la estabilidad de precios

Los retos de los precios de la vivienda, la deuda...

El aplanamiento de la curva de rendimientos también fue motivo de preocupación para la política monetaria, dado que los diferenciales de rentabilidad se redujeron hasta niveles no registrados desde la recesión de 2001. En el pasado, esta configuración de la curva de vencimientos había sido una señal bastante fiable de recesión inminente (véase el panel izquierdo del Gráfico IV.2). Sin embargo, en esta ocasión, los factores que operaban sobre

... y el aplanamiento de la curva de rendimientos



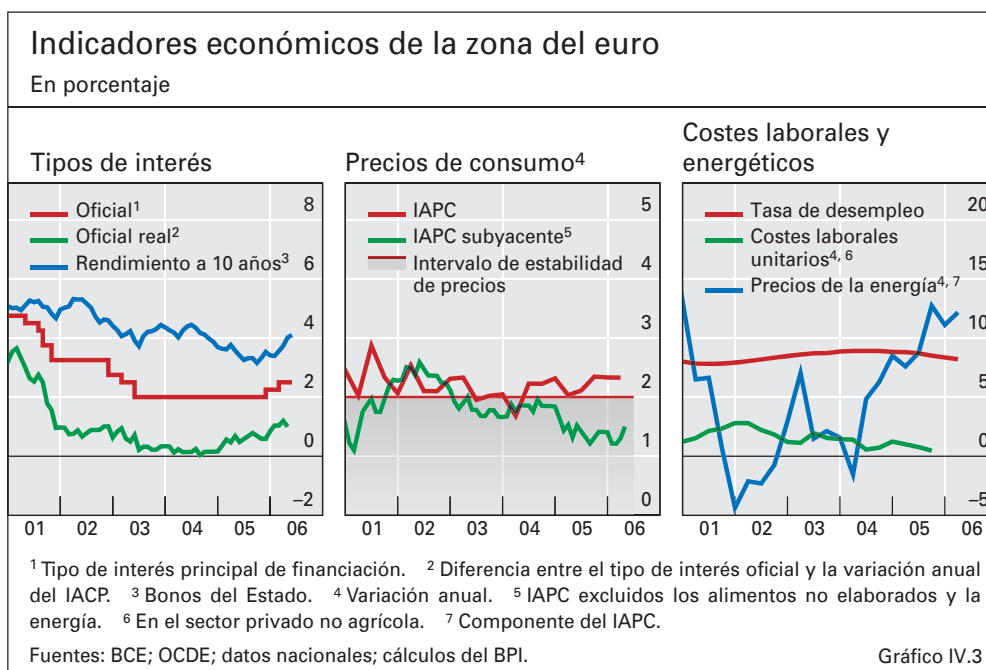


el diferencial parecían distintos en al menos dos aspectos destacados. En primer lugar, la Reserva Federal parecía haber puesto freno a las presiones inflacionistas, disipando así las expectativas de sobreajuste del tipo de interés oficial (véase el panel derecho del Gráfico IV.2). En segundo lugar, los tipos de interés nominales a largo plazo se habían mantenido significativamente estables en comparación con periodos de restricción anteriores, aunque se incrementaron de forma notable hacia finales del periodo analizado. Esto sugería que el grado de restricción de la política asociado a la inversión de la pendiente de la curva había sido inferior al normal. En conjunto, estos acontecimientos pusieron en entredicho la continua fiabilidad de este indicador (véase el Capítulo IV del *75º Informe Anual*). Las implicaciones del aplanamiento de la curva de rendimientos para la política monetaria dependerían de los factores que supuestamente subyacen al cambio de dinámica y que, lamentablemente, siguieron siendo difíciles de valorar con certeza (véase el Capítulo VI).

### Zona del euro

A pesar de los dos incrementos del tipo de interés oficial, la política monetaria en la zona del euro se mantuvo muy acomodaticia durante el periodo analizado. El primer aumento de 25 puntos básicos en diciembre de 2005 se produjo tras dos años y medio en los que el tipo de interés oficial se mantuvo en el nivel históricamente bajo del 2%. El BCE aplicó una nueva subida de 25 puntos básicos en marzo de 2006, en gran medida como respuesta a los indicios de aumento de los riesgos para la estabilidad de precios, con lo que el tipo de interés oficial se situó en el 2,5% al final del periodo (véase el Gráfico IV.3). Las decisiones del BCE respondieron a valoraciones basadas en su marco de

El BCE empezó a subir sus tipos de interés...



política monetaria de dos pilares, uno centrado en la estabilidad de precios a corto plazo y el otro en las tendencias de los precios a más largo plazo que se desprenden del análisis monetario.

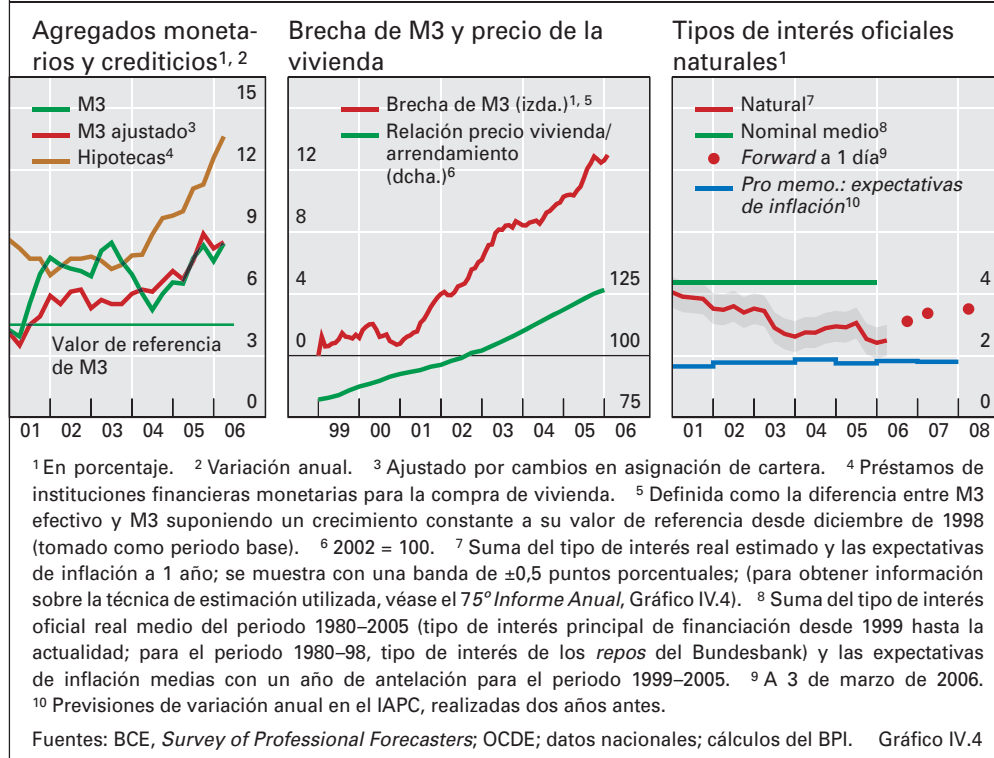
En cuanto al primer pilar, se consideró que el crecimiento económico en la zona del euro había repuntado a lo largo del periodo, a pesar de cierta volatilidad intertrimestral. Este hecho, junto con el incremento de la inflación general medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) por encima del 2%, el límite superior del intervalo de referencia del BCE, sugería que el grado de acomodación de la política era cada vez menos acorde con el mantenimiento de la estabilidad de precios. El BCE expresó también su temor a que los elevados precios del petróleo, posiblemente en alza, pudieran trasladarse finalmente a los precios de consumo, lo cual a su vez suscitaría la posibilidad de que esta evolución de los precios relativos pudiera repercutir en los acuerdos salariales, generando con ello efectos de segunda ronda. Parte de este temor reflejaba la gran atención prestada por el BCE a la inflación general, puesto que la inflación subyacente medida por el IAPC se situaba en niveles bajos y decrecientes y las expectativas de inflación parecían bien ancladas.

Los temores del BCE se vieron reforzados por la evolución monetaria. El agregado monetario M3 continuó creciendo a un ritmo muy superior al de referencia, que es el que se considera adecuado para la estabilidad de precios a medio y largo plazo (véase el Gráfico IV.4). En los primeros años de esta década, el agregado M3 también había crecido rápidamente, pero este hecho se había atribuido en gran medida a factores técnicos. En particular, los residentes en la zona del euro venían reestructurando sus carteras con instrumentos en efectivo en detrimento de la renta variable, revelando su preferencia por activos seguros y más líquidos. Sin embargo, el agregado M3 continuó creciendo con mucho vigor tras la remisión de estos ajustes técnicos. En efecto, la tasa de crecimiento de M3, ajustada para tener en cuenta la

... ante la preocupación por una elevada inflación general en el corto plazo...

... y el temor a más largo plazo por la evolución de la masa monetaria...

## Análisis monetario y política monetaria en la zona del euro



reestructuración de las carteras, alcanzó nuevos máximos el año pasado, duplicando prácticamente su tasa de referencia.

... la actividad crediticia y el precio de los activos...

Sumándose a las señales preocupantes del agregado M3, el crecimiento del crédito al sector privado mantuvo su intensidad, especialmente los préstamos hipotecarios a los hogares. La continuidad de los bajos tipos de interés se señaló como uno de los factores que impulsaron el mercado de la vivienda, traduciéndose en tasas extraordinarias de crecimiento de los precios en este sector (véase el Capítulo VII). De hecho, España, Francia, Irlanda e Italia continuaron registrando tasas de revalorización anual de dos dígitos. Los cálculos internos del BCE mostraron que la sobrevaloración de la vivienda en la zona del euro no había superado esta cota en los 20 años anteriores. Dada la interrelación entre los precios de los activos, el crecimiento del crédito y la estabilidad monetaria, tal y como se subraya en el marco de la política del BCE, esta evolución se juzgó premonitoria de riesgos a más largo plazo para la estabilidad de precios y la actividad económica.

... y los desequilibrios mundiales

El BCE también interpretó la evolución externa como un posible motivo de preocupación. En particular, la corrección de los desequilibrios mundiales se vio como un riesgo a la baja poco probable pero potencialmente importante para la actividad económica de la zona del euro. Se hacía preciso, pues, valorar las posibles repercusiones para la estabilidad de precios, junto con los riesgos de incremento de la inflación puestos de manifiesto por el análisis monetario.

Preocupación por la comunicación

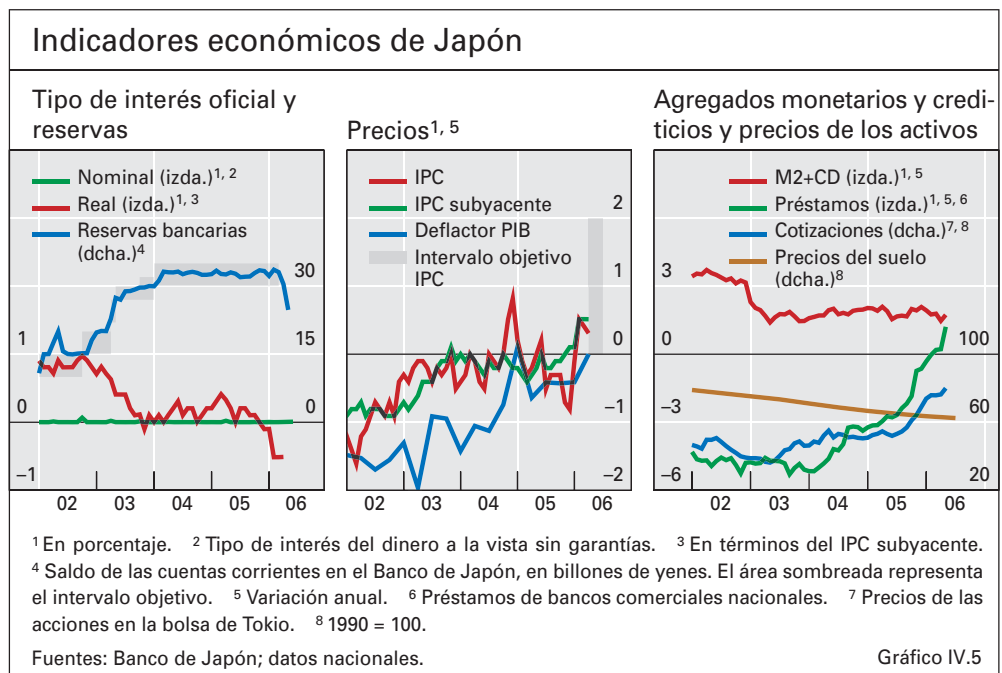
El BCE recurrió ampliamente a su estrategia de comunicación para aclarar su toma de decisiones, en especial a medida que se reforzaban las expectativas sobre un punto de inflexión inminente en el ciclo de su política. Sin embargo, el BCE se mostró cauto a la hora de realizar declaraciones

prospectivas sobre la futura orientación de los tipos de interés oficiales. En varias conferencias de prensa, sus dirigentes recalcaron que el Consejo de Gobierno no tomaba decisiones *ex ante* sobre futuras variaciones del tipo de interés oficial y, por lo tanto, no se encontraba en posición de anunciar con antelación una sucesión de subidas. Este hecho contrastaba marcadamente con las medidas adoptadas recientemente por la Reserva Federal y el Banco de Japón para ofrecer mayor orientación, si bien en términos cualitativos, sobre la dirección que probablemente tomarían sus tipos de interés oficiales en próximas reuniones de política monetaria. Al BCE le preocupaba que estas declaraciones pudieran confundirse con un compromiso a seguir un curso determinado. Además, con menos “excesos” visibles en los mercados financieros de la zona del euro que en Estados Unidos o Japón, esta orientación explícita posiblemente entrañaba menos ventajas potenciales. Aun así, ante el leitmotiv del BCE de riesgos al alza para la estabilidad de precios, los mercados esperaban más incrementos de los tipos de interés durante este año y el siguiente.

### Japón

El Banco de Japón mantuvo una orientación muy relajada en su política monetaria mientras aguardaba indicios más convincentes de que las fuerzas deflacionarias estuvieran remitiendo. Durante la mayor parte del periodo, el Banco continuó con su política de relajación cuantitativa, que había adoptado en 2001 en circunstancias excepcionales, cuando fijó un objetivo operativo para los saldos de las cuentas corrientes mantenidas por las entidades depositarias en el Banco de Japón. Este objetivo, que permaneció entre 30 y 35 billones de yenes en 2005 y a principios de 2006, era muy superior a lo necesario para garantizar que el tipo de interés de las operaciones a un día se mantuviera prácticamente en cero (véase el Gráfico IV.5). En un principio, el

El Banco de Japón mantuvo una orientación relajada, al remitir las presiones deflacionistas...



marco de relajación cuantitativa tenía como objetivo principal evitar que se produjera una espiral deflacionista en un contexto de fragilidad del sector financiero. De acuerdo con este criterio, el Banco de Japón concluyó a principios de este año que la política había sido un éxito.

... y puso fin a su relajación cuantitativa, pero mantuvo los tipos de interés oficiales en mínimos históricos

En marzo de 2006, el banco central puso fin a su política de relajación cuantitativa y volvió a adoptar un marco operativo más ortodoxo a favor del tipo de interés de las operaciones a un día (sin garantía). En el momento de anunciar el cambio de su política, el Banco de Japón recalcó su intención de mantener el nuevo objetivo en el 0% durante algún tiempo, si bien se estaba preparando el terreno para una retirada del exceso de reservas del sistema bancario. En efecto, desde entonces la disminución del exceso de reservas mantenidas en el Banco de Japón ha sido rápida. Aun así, al remitir la deflación y comenzar a subir la inflación, el tipo de interés oficial real cayó hasta mínimos no registrados en muchos años. El Banco de Japón reconoció que esta situación imprimiría, a través de la política monetaria, un impulso adicional a la incipiente recuperación de la actividad económica.

Mejora del canal de transmisión de la política monetaria

La decisión de modificar la política monetaria se fundamentó en el mayor optimismo sobre las mejoras en su canal de transmisión. Es cierto que todavía persistían algunas dudas; la banda objetivo fijada por el Banco de Japón para los saldos mantenidos en sus cuentas corrientes apenas se tradujo en pequeñas mejoras del agregado M2 y del crecimiento del crédito al sector privado. Sin embargo, la acumulación de pruebas de regreso a la normalidad económica y financiera contribuyó a inclinar la balanza a favor de la adopción de este marco de política monetaria más convencional.

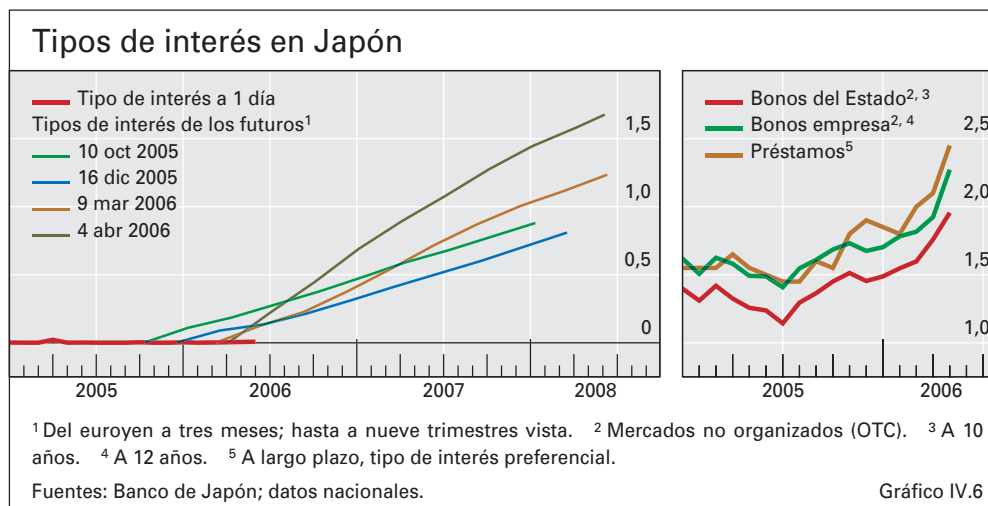
Un marco de política monetaria más convencional enfatiza...

El Banco de Japón también hizo públicos otros dos elementos clave de su nuevo marco de política monetaria. En primer lugar, aclaró su posición en materia de estabilidad de precios, definiéndola cualitativamente como una situación en la que las familias y las empresas pueden tomar decisiones económicas sin preocuparse por las fluctuaciones del nivel general de precios. Desde el punto de vista operativo, el comité de política monetaria lo interpretó como un intervalo aproximado de entre el 0% y el 2% de la tasa de inflación. Se esperaba que esta mayor claridad de sus objetivos de inflación ayudara a orientar el comportamiento de los precios y los salarios, favoreciendo así los objetivos de su política. Como era de esperar dados los antecedentes de deflación en Japón, se plantearon dudas sobre el límite inferior de ese rango. El Banco de Japón declaró que lo revisaría regularmente, reconociendo así la posibilidad de que, en el futuro, pudiera ser necesario adoptar un margen de seguridad más amplio para evitar el riesgo de un descenso de los precios.

... una banda de inflación de referencia...

... y un enfoque con una doble perspectiva

En segundo lugar, el Banco de Japón presentó su estrategia de "perspectiva doble" para la instrumentación de la política monetaria. La primera perspectiva hacía hincapié en una evaluación de la orientación de la política monetaria a la luz de la evolución esperada de la actividad económica y la inflación en un horizonte temporal de uno a dos años. La segunda perspectiva tenía por objetivo abordar los riesgos a largo plazo que pudieran exigir una mayor flexibilidad en la instrumentación de la política. La experiencia había puesto de manifiesto que el control de la inflación a corto



plazo por sí solo no basta para descartar fuertes fluctuaciones en los precios de los activos y cambios significativos en el entorno financiero que podrían amenazar el crecimiento sostenible y la estabilidad de precios en horizontes temporales más amplios.

Aunque el Banco de Japón anunció que el nuevo marco probablemente no provocaría cambios bruscos en los tipos de interés a corto plazo, los mercados reaccionaron con subidas de los tipos de interés a largo plazo (véase el Gráfico IV.6). Además, las subidas se observaron en los mercados de deuda tanto del sector público como del sector privado. Estos movimientos fueron en parte reflejo de las declaraciones oficiales sobre el “ajuste gradual” que los tipos de interés oficiales acabarían por experimentar, tras un periodo en el que en realidad se habían mantenido en cero, así como de una reevaluación por parte del mercado de las perspectivas de mejora de la economía.

Los mercados esperan un futuro aumento de los tipos de interés oficiales

#### *Países con objetivos de inflación explícitos*

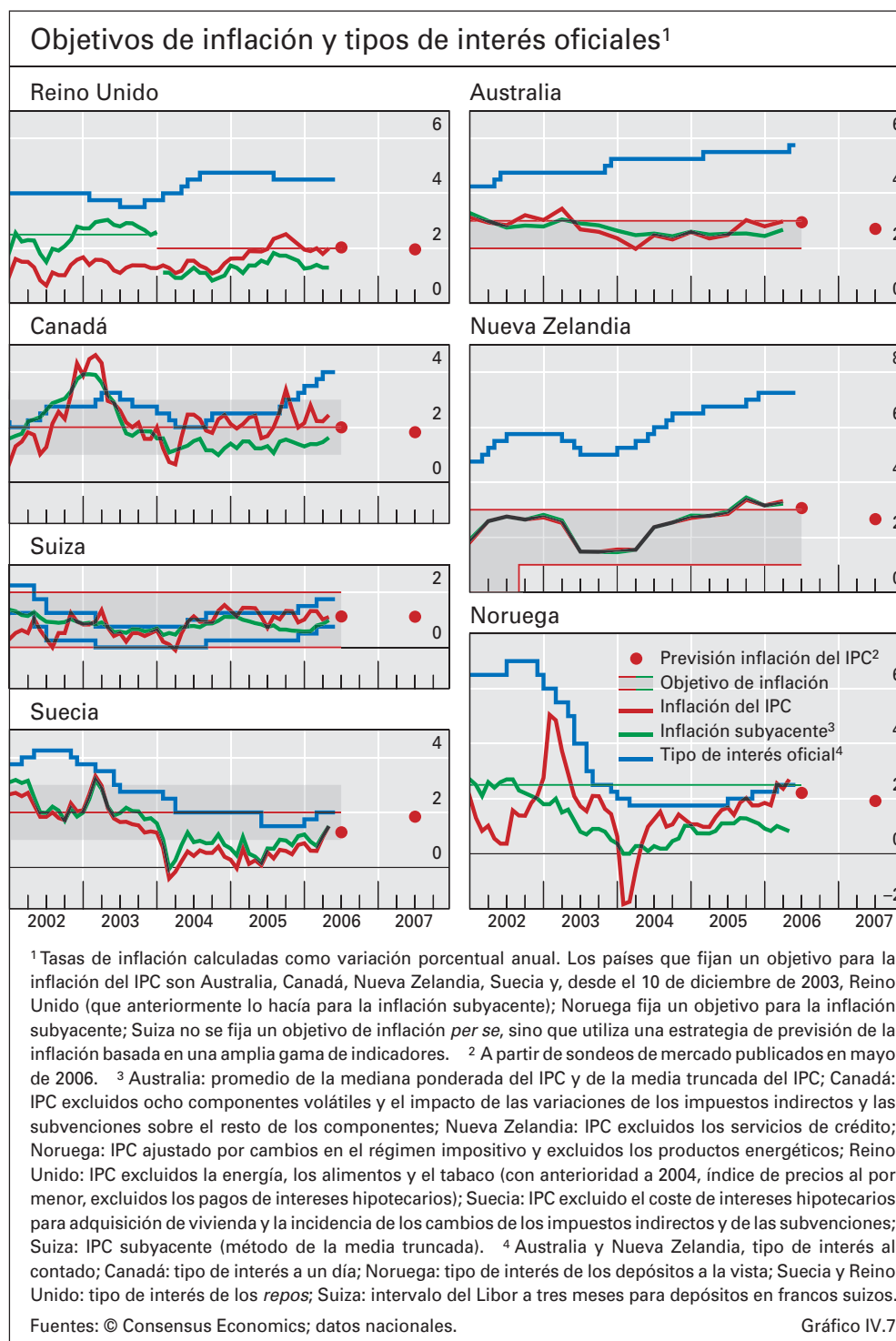
Durante el periodo analizado, numerosos bancos centrales de países industrializados avanzados con objetivos de inflación numéricos explícitos elevaron sus tipos de interés oficiales. En algunos países, esta medida pareció obedecer a la subida de la inflación general, debida en gran medida a los precios de la energía. No obstante, la inflación subyacente se mantuvo por lo general baja (véase el Gráfico IV.7) y, en algunos casos, muy por debajo del objetivo.

Numerosos bancos centrales elevaron sus tipos de interés

Estos bancos centrales tuvieron que hacer frente a un conjunto de riesgos comunes para su política. En primer lugar, la incertidumbre sobre la trayectoria y el impacto de los precios de la energía incrementó los riesgos al alza para la estabilidad de precios, en especial si los efectos de segunda ronda comenzaran a tomar fuerza. En segundo lugar, los bancos centrales se inquietaron ante los riesgos de deterioro, relacionados con las posibles secuelas de una inesperada desaceleración en dos motores clave de la actividad económica mundial: China y Estados Unidos. El trasfondo de estos temores fueron las posibles consecuencias negativas de los grandes y crecientes desequilibrios externos mundiales (véase el Capítulo V). En tercer

Principales riesgos: elevados precios de la energía...

... desequilibrios mundiales...



... y carestía de la vivienda

lugar, las valoraciones ya de por sí elevadas de la vivienda continuaron incrementándose hasta niveles que parecían cada vez más insostenibles, aumentando la probabilidad de que se materializase un escenario de auge seguido de desaceleración. Si bien el ritmo de apreciación más moderado en Australia y el Reino Unido fue bienvenido, la persistente tendencia al alza del endeudamiento de las familias en relación con su renta siguió causando inquietud, especialmente ante las perspectivas de adopción de políticas más restrictivas en algunos países.

Evidentemente, estas economías presentaron diferencias entre sí. Los incrementos de los tipos de interés fueron comparativamente superiores en los bancos centrales cuyos tipos de interés oficiales se habían aproximado a sus mínimos históricos al principio del periodo analizado. El Banco de Canadá, por ejemplo, fue el que más subió el tipo de interés de las operaciones a un día en seis incrementos consecutivos, desde el 2,5% en septiembre de 2005 hasta el 4% en abril de 2006. Como la economía operaba casi a plena capacidad y la inflación se había situado en la mitad superior de su banda objetivo, se consideró necesario empezar a llevar los tipos de interés oficiales a niveles más normales, a pesar de la significativa apreciación del dólar canadiense frente al estadounidense y la reducida inflación subyacente.

Canadá elevó los tipos de interés de forma escalonada

El Banco Central de Noruega y el Sveriges Riksbank también elevaron sus tipos de interés, pero de forma más moderada. El primero incrementó el tipo de interés de los depósitos a la vista en tres ocasiones, en 25 puntos básicos cada vez, hasta alcanzar el 2,5% en marzo de 2006. Este hecho fue reflejo de un repunte de la economía noruega, que parecía hacer necesaria una política monetaria menos expansiva. Aunque la inflación subyacente se mantuvo muy por debajo de su objetivo, la inflación general repuntó. Además, el Banco Central de Noruega empezó a publicar en noviembre de 2005 la trayectoria oficial esperada para los tipos de interés oficiales, siguiendo el ejemplo del Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, que en 1998 hizo públicas proyecciones numéricas sobre la probable orientación de su política. Aunque el banco central noruego esperaba que ello sirviera para hacer más previsible su política monetaria y permitiera anclar con más eficacia las expectativas de inflación, también manifestó algunos temores. En concreto, que la interpretación errónea de estas proyecciones como compromisos implícitos pudiera complicar la ejecución de su política. El Banco Central de Suecia subió su tipo de interés hasta el 2% en dos incrementos de 25 puntos básicos, tras constatarse un sólido crecimiento en el consumo de los hogares, la inversión empresarial y la demanda exterior. Al mismo tiempo, la inflación subyacente y la general se mantuvieron durante la mayor parte del periodo justo por debajo del límite inferior de la banda de objetivos de inflación. Las presiones sobre los costes también permanecieron aparentemente moderadas.

Noruega, Suecia y Suiza subieron con moderación sus tipos de interés desde niveles reducidos

El Banco Nacional de Suiza, con la política monetaria inicialmente más acomodaticia de estos países, elevó la banda de su tipo de interés oficial en 50 puntos básicos hasta fijarla entre el 0,75% y el 1,75%. Se consideró que la recuperación económica en Suiza estaba afianzándose, impulsada por el vigor de la demanda mundial, la mejora del empleo, la mayor inversión empresarial y la solidez del consumo privado. Con todo, la inflación se mantuvo baja y estable.

Los bancos centrales de los países en una etapa más avanzada del ciclo económico, que ya habían restringido significativamente sus políticas, introdujeron únicamente pequeños ajustes en sus tipos de interés oficiales. El Banco de Inglaterra fue el único que rebajó su tipo de interés oficial, con un recorte de 25 puntos básicos en agosto, situándolo en el 4,5%, valor en el que se ha mantenido desde entonces. Esta rebaja respondió a los temores de un

Los tipos de interés de Australia, Nueva Zelanda y RU se mantuvieron relativamente altos



crecimiento del PIB por debajo de la tendencia y de debilitamiento de las condiciones del mercado de trabajo, circunstancias que podrían situar la inflación por debajo del nivel objetivo.

En consonancia con las tendencias observadas en otros países con objetivos explícitos de inflación, el Banco de la Reserva de Australia incrementó en mayo su tipo de interés oficial en 25 puntos básicos, hasta el 5,75%. La previsión era de ligera desaceleración del crecimiento, mientras que el nivel de utilización de la capacidad productiva se mantuvo elevado. La inflación subyacente permaneció moderada, en gran medida debido a los efectos desinflacionarios de sus reforzados lazos económicos con China, aun cuando la inflación general permaneció cercana al límite superior de su banda objetivo durante la mayor parte del periodo. Nueva Zelandia registró una desaceleración del crecimiento económico desde tasas elevadas, ante el descenso de la actividad empresarial al tiempo que el mercado de la vivienda mostraba síntomas de enfriamiento. Sin embargo, la inflación se situó por encima del objetivo, al persistir las subidas de los precios y las presiones sobre los costes. El Banco de la Reserva de Nueva Zelandia elevó su tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos tanto en octubre como en diciembre, hasta situarlo en el 7,25%, el tipo de interés oficial más alto entre estos países industrializados avanzados.

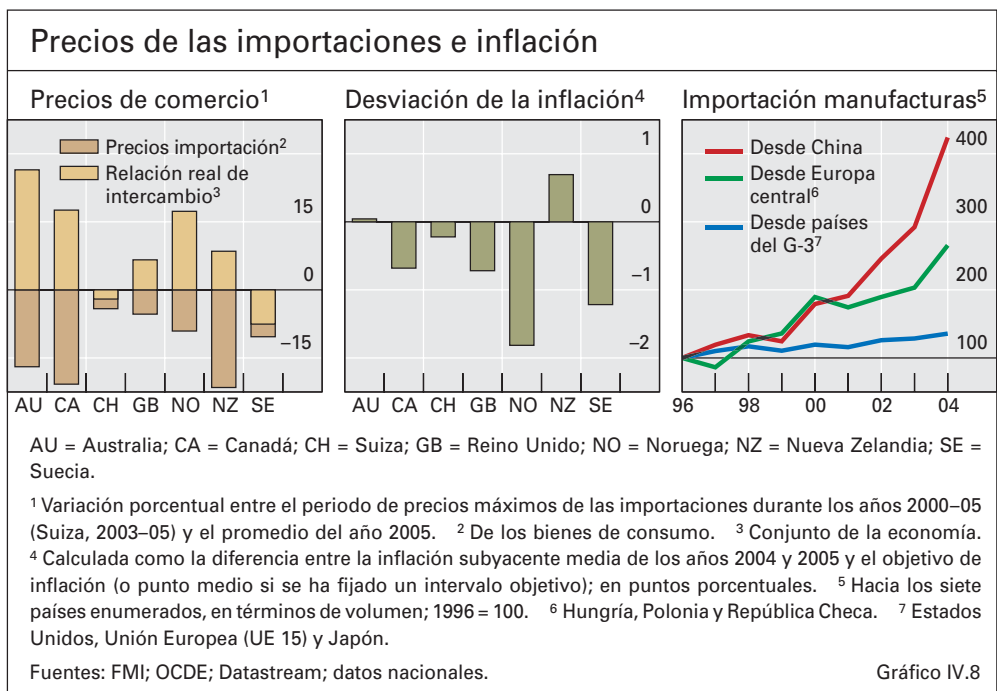
La coyuntura de las economías de las antípodas puso de relieve un dilema de política monetaria habitual en los países ricos en materias primas que se ven confrontados al alza de los precios de los activos y a la carestía de las materias primas. Por un lado, unos tipos de interés oficiales más elevados podrían contribuir a paliar las fuentes internas de recalentamiento económico. Ahora bien, también podrían atraer flujos de capital internacionales, sobre todo a través de las operaciones de *carry trade* (véase el Capítulo V), ocasionar una apreciación de la moneda y, posiblemente, agravar los problemas de la balanza por cuenta corriente. Todo ello propiciaría una eventual entrada de flujos financieros con posibles consecuencias desestabilizadoras. La experiencia reciente de Nueva Zelandia pone de manifiesto las perturbaciones que pueden producirse cuando estas entradas de capital se invierten. Por otro lado, mantener los tipos de interés oficiales en niveles bajos podría avivar los precios de los activos, ya de por sí efervescentes, lo cual aumentaría la probabilidad de un fenómeno de auge y posterior desaceleración en el ámbito interno.

Otras fuerzas de magnitud mundial también pesaron en las decisiones de política monetaria en varios países. Se temía que la inesperada persistencia de la presión a la baja sobre la inflación a causa de la competencia mundial en bienes de consumo y en servicios pudiera provocar, a pesar de los elevados precios de la energía y las materias primas, una cierta tendencia de la inflación a situarse por debajo de los niveles deseados (véase el Gráfico IV.8). Esta evolución positiva de la oferta reflejaba en gran medida un cambio notable en el patrón de las importaciones, con China y algunos países de Europa central y oriental recientemente industrializados suministrando un volumen creciente de importaciones de bienes manufacturados a bajo coste.

Estas fuerzas internacionales han permitido mantener los tipos de interés oficiales en niveles más bajos de lo que hubiera sido el caso, pero

Los flujos financieros internacionales implicaron disyuntivas para las políticas...

... como también lo hicieron las presiones desinflacionistas procedentes del extranjero



posiblemente han agravado los temores internos sobre el aumento de los precios de los activos y de los niveles de endeudamiento, lo que apuntaría a una mayor necesidad de subir los tipos de interés oficiales. Al mismo tiempo, este endurecimiento podría aumentar la probabilidad de que la inflación se situase por debajo de su objetivo. De hecho, con tasas de inflación fluctuando en la zona inferior de sus respectivos objetivos, el Banco Central de Noruega y el Sveriges Riksbank ya se han venido enfrentando a este dilema en sus políticas.

## Globalización y política monetaria

Durante el periodo analizado, los bancos centrales fueron prestando mayor atención a las incipientes señales internas de riesgos al alza para la estabilidad de precios, considerando la evolución internacional como una posible fuente de presiones compensatorias para mantener la inflación en niveles bajos y estables. En realidad, al menos desde la segunda mitad de la década de los 90, los bancos centrales han ido extremando su vigilancia ante las posibles implicaciones que el proceso de mayor integración real y financiera en la economía mundial (“globalización”) podría tener para la evolución macroeconómica interna, y más concretamente para la inflación. Ya antes en esa misma década comenzó en serio la integración de China, la India y el antiguo bloque soviético en la economía mundial, contribuyendo así significativamente al impulso de la globalización. La incógnita es, por un lado, si este proceso podría estar ayudando a moderar las fuerzas inflacionistas y a mantener la inflación bajo un control más estricto, y por el otro, qué nuevos retos podría plantear aún para la toma de decisiones en política monetaria.

Esta sección analiza estas cuestiones en mayor detalle, examinando, uno a uno, los siguientes aspectos: de qué modo la globalización podría

La globalización complica la instrumentación de la política monetaria

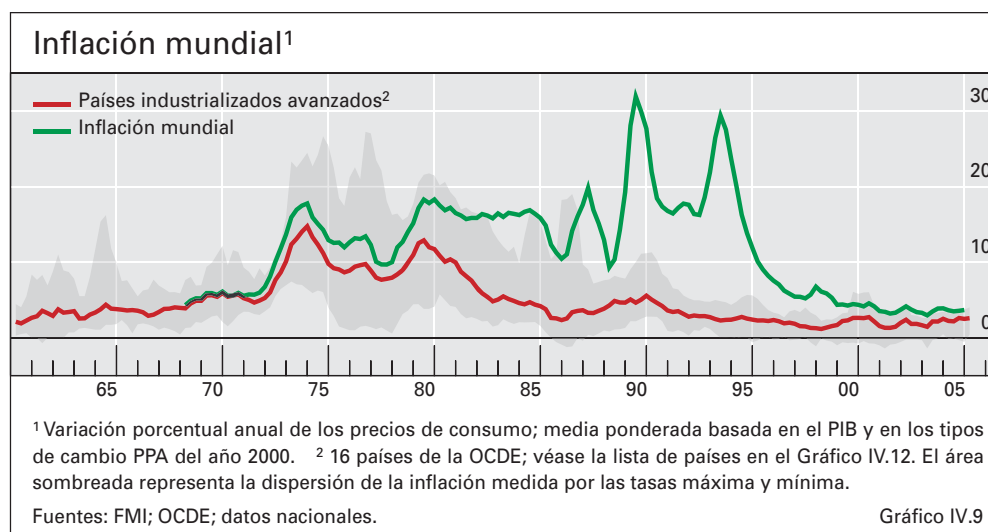
haber reforzado los incentivos y la capacidad de los bancos centrales para mantener la estabilidad de precios; de qué manera podría haber ido alterando el valor informativo de los parámetros orientativos tradicionales de la política monetaria; cómo podría haber afectado al mecanismo de transmisión de la política monetaria y al margen de maniobra de los bancos centrales. Por último, esta sección evalúa los posibles retos y riesgos de cara al futuro, junto con las posibles respuestas en materia de política monetaria.

*Globalización, incentivos de los bancos centrales y estabilidad de precios*

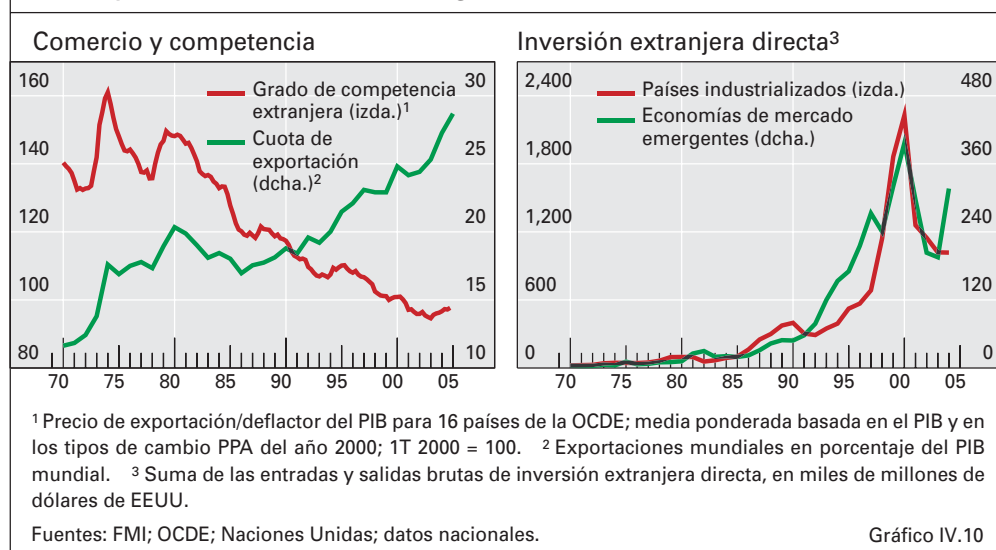
Una de las características más significativas del proceso de desinflación mundial de las dos últimas décadas ha sido su amplitud (véase el Gráfico IV.9). No hay duda de que la decisión de los bancos centrales de combatir la inflación, tras las lecciones aprendidas durante los años de la Gran Inflación, ha sido el factor responsable de esta tendencia (véase el 75° Informe Anual). Sin embargo, la sorprendente similitud entre países, a pesar de las amplias diferencias en cuanto a marcos de política monetaria, regímenes de tipos de cambio y configuración de otras fuerzas económicas que inciden en estas economías, sugiere la posibilidad de que otros factores comunes también puedan haber influido de forma considerable. La globalización es naturalmente uno de ellos.

Existen varios canales a través de los cuales la globalización podría haber ayudado a los bancos centrales a reducir la inflación y mantenerla baja. Algunos de ellos son directos. Por ejemplo, está claro que el aumento de la competencia mundial en los mercados de bienes, servicios y factores productivos y la mayor inversión transfronteriza (véase el Gráfico IV.10) han afectado al proceso de formación de salarios y precios y, por consiguiente, al comportamiento de la inflación en los países industrializados (véase el Capítulo II). Otros canales son indirectos y comportan efectos más sutiles, aunque seguramente más duraderos, que mejoran en gran medida los incentivos de los bancos centrales para alcanzar y mantener la estabilidad de precios. Es posible identificar al menos cinco de estos canales.

La globalización ha afectado de varias formas al proceso de inflación:



## Principales indicadores de la globalización



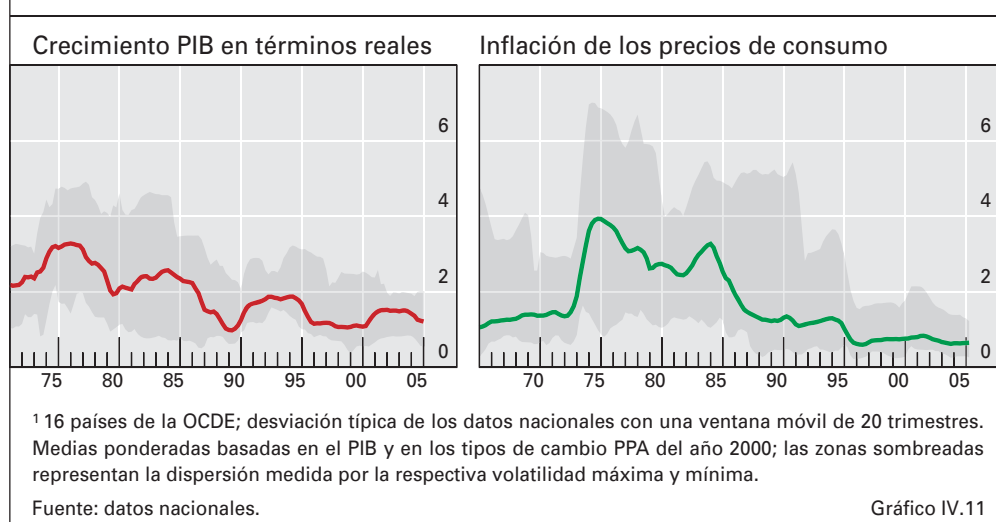
En primer lugar, la globalización puede haber reducido significativamente los costes de la desinflación, contribuyendo así a acelerarla. La globalización ha comportado una serie de desarrollos favorables por el lado de la oferta en forma de centros de producción de bajo coste por todo el mundo, que se han traducido en la reducción simultánea de las presiones sobre los precios y en la expansión de la producción. Acomodando estos efectos y oponiendo resistencia a los desfavorables, los bancos centrales podrían reducir de forma oportuna los costes que implica para la producción y el empleo la lucha contra la inflación.

reduciendo los costes asociados a la desinflación...

En segundo lugar, aunque una mejor gestión de la política monetaria ha contribuido sin duda a la mayor estabilidad de la producción en muchas economías (véase el Gráfico IV.11), puede que la globalización también

... moderando los ciclos económicos internos...

## Volatilidad del crecimiento y la inflación en países industrializados avanzados<sup>1</sup>



haya influido. La globalización ha ampliado el abanico de opciones para que empresas e inversionistas diversifiquen los riesgos específicos de cada país. Además, las cadenas de suministro mundiales han ayudado a reducir los efectos de las limitaciones de la capacidad productiva específicas de cada país. En la medida en que la globalización ha suavizado el ciclo económico, también ha contribuido de forma natural al objetivo de los bancos centrales de mantener la estabilidad de precios.

... recompensando los buenos marcos de política monetaria...

En tercer lugar, es posible que la globalización haya impuesto mayor disciplina a los responsables de la política monetaria. La integración económica y financiera ha tendido a aumentar, de forma natural, los costes de un progreso más lento hacia unos buenos resultados macroeconómicos en general y hacia la estabilidad de precios en particular. Los buenos resultados han propiciado la entrada de más recursos internacionales y han ayudado al crecimiento; mientras que los malos resultados han implicado la salida de recursos, en ocasiones de forma rápida y desestabilizadora. En realidad, las crisis económicas y financieras del pasado demuestran la capacidad de los mercados internacionales para sancionar con dureza a aquellos países cuyas políticas económicas se consideran inadecuadas.

... reduciendo las rigideces nominales a la baja...

En cuarto lugar, es posible que la globalización haya hecho que los bancos centrales estén más dispuestos a tolerar tasas de inflación muy bajas, al haber reducido también los costes asociados a la deflación. La intensificación de la competencia mundial ha mejorado la eficiencia de los mercados de factores productivos y de productos elaborados. Además, ha acrecentado los incentivos para realizar reformas institucionales que fomentan la flexibilidad del mercado, en especial aquellas que flexibilizan a la baja los salarios y los precios, haciendo menos preocupante una deflación moderada, en gran medida gracias a que los beneficios pueden mantenerse en dicho contexto. De hecho, el Banco de Japón recalcó recientemente que el grado de flexibilidad de los mercados es un criterio fundamental para la fijación de una banda de inflación en consonancia con la estabilidad de precios.

... e incrementando la credibilidad de los bancos centrales

Por último, la globalización podría haber contribuido a fortalecer la credibilidad de los bancos centrales. Al haber acelerado la desinflación y haber ayudado a compensar otras fuerzas inflacionistas a través de los mecanismos citados anteriormente, es posible que la globalización haya incrementado la confianza del público en las credenciales antiinflacionarias de los bancos centrales. Esto, a su vez, podría haber mejorado el control de los bancos centrales sobre el proceso de inflación, ayudando a hacer coincidir las expectativas de consumidores, trabajadores e inversionistas con las del banco central, de modo que éste saliera reforzado. Seguramente, este círculo virtuoso ha contribuido a anclar con mayor solidez las expectativas de inflación.

Evidentemente, tanto este como el resto de mecanismos también podrían tener el efecto contrario si la resistencia a la globalización se reforzara sustancialmente. Aunque aún existe esta posibilidad, la tendencia hacia una mayor integración mundial ha preponderado hasta el momento.

*La globalización y los parámetros orientativos tradicionales de la política monetaria*

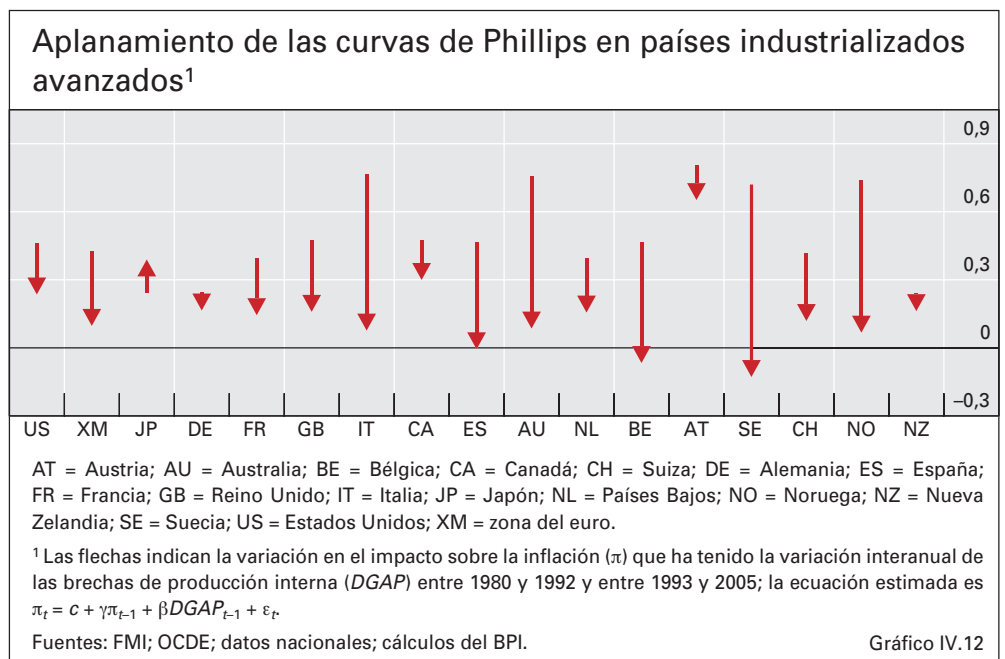
Salta a la vista que la influencia omnipresente de la globalización sobre las economías nacionales puede haber tenido un impacto significativo en los indicadores tradicionales de política monetaria, con los que los bancos centrales analizan las presiones inflacionistas y definen su orientación de política monetaria. Entre ellos destacan las mediciones del nivel de holgura de la capacidad productiva interna (como la brecha de producto y la tasa de desempleo) y el tipo de interés natural.

Por lo que se refiere a la holgura de la capacidad productiva, parece que la inflación se ha vuelto menos sensible a las medidas tradicionales de utilización de los recursos internos. Es decir, parece que las curvas de Phillips empíricas, consideradas por muchos la herramienta fundamental para la toma de decisiones de política monetaria, se han aplanado en la mayoría de las economías (véase el Gráfico IV.12). Las explicaciones a este fenómeno se han buscado en los cambios fundamentales en el marco básico de la política monetaria, poniéndose ahora un mayor énfasis en la estabilidad de precios y en unas expectativas de inflación bien ancladas.

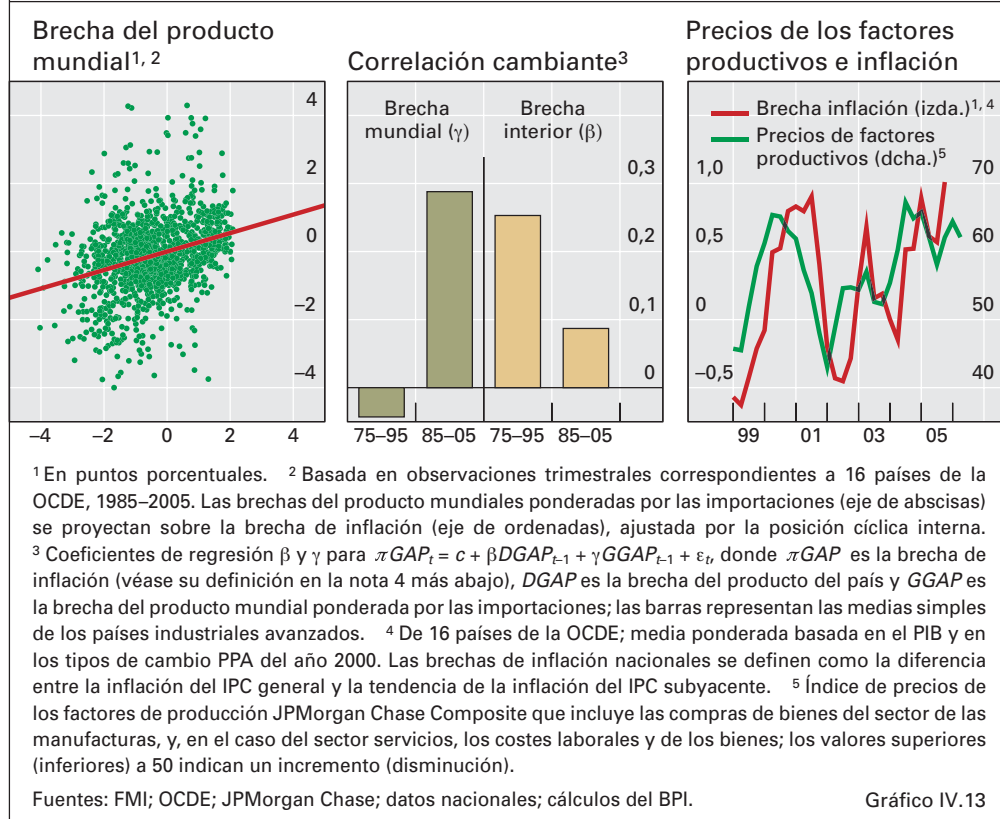
Otra opinión es que, en un mundo globalizado, las medidas de holgura de la capacidad productiva mundial podrían haber ganado relevancia a la hora de determinar la inflación, en detrimento de las medidas exclusivamente internas. Ello no quiere decir que el efecto de la holgura de la capacidad productiva interna sobre la inflación haya dejado de ser relevante, sino que su alcance sólo podría evaluarse correctamente desde una perspectiva mundial. Aunque la transformación dista mucho de haberse completado, una perspectiva mundial contribuiría, sin duda, a explicar las moderadas presiones sobre los salarios y los precios observadas últimamente en una serie de países industrializados. Al mismo tiempo, la globalización también podría arrojar luz sobre el elevado precio de determinados factores productivos ampliamente

La globalización también ha modificado los parámetros tradicionales de la política monetaria

Las medidas de holgura de la capacidad productiva interna han perdido fiabilidad



## Factores internacionales que condicionan la inflación interna



negociados en los mercados internacionales, como el petróleo y otras materias primas (véase el Capítulo III).

Además, existen resultados estadísticos que avalan la opinión de que, con el tiempo, las mediciones mundiales de la holgura de la capacidad productiva han cobrado importancia como generadores de inflación interna. En particular, la correlación entre las medidas de inflación de los bienes y servicios producidos nacionalmente y la brecha del producto mundial ha sido positiva y creciente en los países industrializados avanzados, aun cuando la sensibilidad de la inflación de los bienes y servicios nacionales a las brechas de producto nacional haya disminuido (véase el Gráfico IV.13). La influencia de los factores internacionales también se ha hecho evidente en fases anteriores del proceso de producción, en la fuerte correlación bivalente entre los precios de los factores productivos internacionales y la inflación (véase el Gráfico IV.13). La evidencia empírica confirma que estos dos conjuntos de correlaciones se han hecho reconocibles durante la última década, al tiempo que la integración económica mundial se ha intensificado. Aunque quizás sea demasiado pronto para establecer con exactitud de qué modo la globalización está cambiando todas estas relaciones, parece cada vez más claro que sí afecta al comportamiento de la inflación interna. De cara al futuro, es de esperar que esta influencia aumente todavía más mientras persistan las tendencias de globalización.

Las consecuencias de la globalización sobre la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU) en los países industrializados avanzados son más ambiguas. Por un lado, la mayor competencia en importaciones ha tendido a

La holgura de la capacidad productiva mundial es ahora más importante

Las estimaciones de la NAIRU se han visto afectadas...

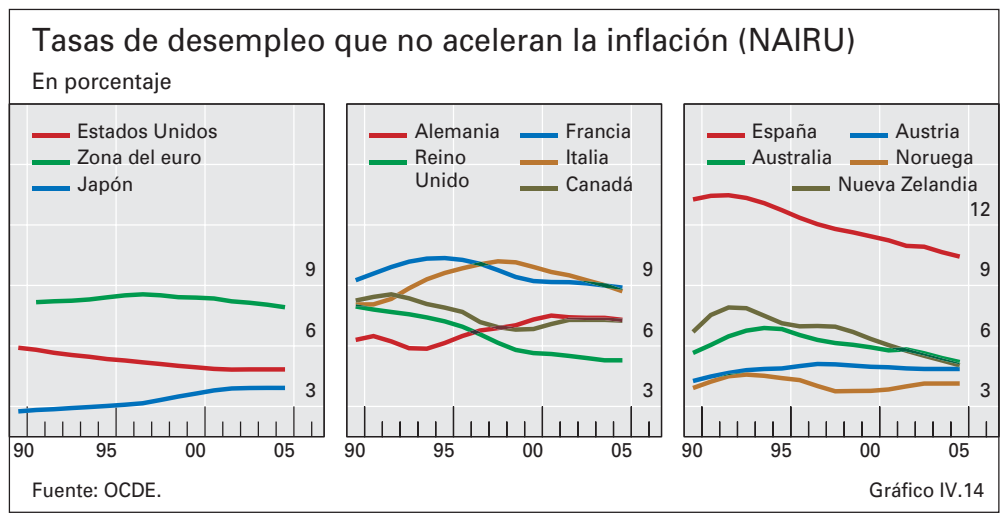
incentivar la reasignación del factor trabajo hacia sectores que ofrecen una ventaja comparativa. Este proceso tendería a elevar la NAIRU, dada la mayor rotación en el mercado de trabajo asociada a la creación y destrucción de empleo. Por otro lado, es probable que la contestabilidad (o ausencia de barreras) del mercado de trabajo y la inmigración hayan actuado como fuerzas compensatorias, ya que los trabajadores se han vuelto más complacientes y menos exigentes en vista de la mayor competencia (véase el Capítulo II). En conjunto, la evidencia empírica reciente apunta la posibilidad de que la contestabilidad de los mercados y la inmigración, al menos hasta el momento, puedan estar actuando como fuerzas dominantes en los países industrializados avanzados, contribuyendo así a reducir la NAIRU (véase el Gráfico IV.14). Al mismo tiempo, es probable que el impacto neto en los distintos países haya variado dependiendo de cómo se hayan adaptado sus mercados de trabajo al proceso de globalización.

También podría esperarse que la globalización aumentara el tipo de interés natural a largo plazo, que puede definirse como el tipo de interés oficial compatible con un crecimiento sostenible del producto en torno a su potencial y, por lo tanto, con la estabilidad de precios a largo plazo en estado estacionario, es decir, evitándose efectos cíclicos. En el contexto actual de política monetaria, este concepto ha ganado terreno, ya que los bancos centrales han ido reduciendo gradualmente el fuerte estímulo monetario asociado con los tipos de interés históricamente bajos. El motivo por el que podría esperarse un tipo de interés natural a largo plazo más alto es que la mayor integración económica y financiera debería fomentar un uso más eficiente del factor trabajo y del capital, impulsando así el aumento de la productividad a largo plazo y, por ende, un mayor crecimiento económico potencial. La fuerte expansión de la población activa mundial apunta también en la misma dirección, ya que debería contribuir a incrementar el rendimiento marginal del capital.

... al igual que el tipo de interés natural

Varios factores tienden a elevar el tipo de interés natural...

Al mismo tiempo, la utilidad de las estimaciones del tipo de interés natural a largo plazo como orientación para la política monetaria a corto plazo se complica por dos razones: una de carácter empírico y otra de carácter teórico. En el plano empírico, el principal problema es que cabría esperar





... pero el descenso de las primas de riesgo tiende a reducir las estimaciones convencionales

que la globalización financiera tuviera también un efecto a la baja sobre las primas de riesgo. Si la globalización ha supuesto, en conjunto, una mejor asignación del riesgo, entonces las primas de los tipos de interés de mercado tenderían a disminuir, especialmente en el caso de los instrumentos a más largo plazo. A su vez, esta variación de las primas complicaría las hipótesis sobre el tipo de interés natural para aquellos bancos centrales que para calcularlo utilizan los tipos de interés a más largo plazo, como es práctica habitual. Además, podrían intervenir también otros factores que influyen en las primas de riesgo, lo que podría complicar todavía más estas valoraciones. En estos casos, las implicaciones para el tipo de interés natural a más largo plazo dependerían de si las disminuciones recientes se consideraron temporales o permanentes y de si se consideró que afectaban a los tipos de interés oficiales y a los tipos de interés a más largo plazo de formas diferentes (véase el Capítulo VI).

Tensiones entre los tipos de interés naturales ajustados por el ciclo y a largo plazo

En segundo lugar, aunque en términos cualitativos podría esperarse un aumento del tipo de interés natural a largo plazo (sin tener en cuenta las consideraciones sobre primas de riesgo), no está tan claro el impacto que tendría sobre el tipo de interés natural ajustado por el ciclo. Por ejemplo, si el crecimiento de la oferta superara, en conjunto, la demanda a corto plazo, cabría esperar que el tipo de interés natural ajustado disminuyera. Esto implica una tensión entre el impacto inicial y la orientación final que se esperaría que siguieran los tipos de interés oficiales a medio plazo.

#### *Globalización, mecanismo de transmisión y margen de maniobra de la política monetaria*

La globalización financiera puede haber...

Por lo que se refiere al mecanismo de transmisión de los tipos de interés oficiales a la demanda agregada y al margen de maniobra para la fijación de los tipos de interés oficiales, podría decirse que el factor más destacado es la dimensión financiera de la globalización. Aunque los efectos de la globalización financiera ya vienen de lejos, lo cierto es que en los últimos años se han manifestado muy claramente.

... debilitado el nexo entre los tipos de interés oficiales y los precios de los activos internos...

Sin duda, la globalización financiera ha potenciado la influencia de los factores internacionales sobre los precios de los activos internos, debilitando así el nexo entre los tipos de interés oficiales y el rendimiento de distintas clases de activos y, en consecuencia, de los gastos. El impacto de los tipos de interés oficiales sobre la inflación a través de las expectativas sobre futuras decisiones de política monetaria podría haberse visto reforzado, al menos en la medida en que la globalización pudiese haber ayudado a los bancos centrales a ganar credibilidad. Sin embargo, en un mercado financiero internacional integrado, es inevitable que las primas de riesgo reflejen influencias comunes de una forma más contundente, especialmente en los activos con vencimientos más largos. En el periodo analizado, los cambios en la propensión al riesgo de los inversionistas internacionales y sus preferencias por ciertas clases de activos fueron muy significativos, afectando no sólo a la deuda pública sino también a los valores emitidos por empresas, e incluso a los bienes inmuebles (véanse los Capítulos VI y VII).

Por otro lado, también es posible que la globalización financiera haya limitado en cierto modo la autonomía operativa de las políticas monetarias nacionales. Sin duda, en un contexto de tipos de cambio flexibles, los bancos centrales se reservan en última instancia la libertad de fijar las tasas de inflación internas. Sin embargo, la mayor sensibilidad de los flujos de capital a los diferenciales de rentabilidad percibidos hace todavía más difícil la determinación de los tipos de interés internos y puede exacerbar las disyuntivas de las políticas, en especial entre el equilibrio interno y el externo. Debe tenerse en cuenta la experiencia reciente de los países donde los tipos de interés han sido relativamente elevados en términos internacionales y, en consecuencia, han sido objetivo de operaciones de *carry trade* (véase el Capítulo V). *Ceteris paribus*, las consideraciones de tipos de cambio incrementan los costes implícitos de mantener los tipos de interés en niveles alejados de los que predominan en los mercados de capitales mundiales. Desde un punto de vista más estratégico, la globalización financiera no sólo ha situado los flujos de capital en primera línea de las deliberaciones sobre política monetaria, sino que también ha afectado a la sostenibilidad de diferentes regímenes de tipos de cambio.

... y limitado el margen de maniobra de los bancos centrales

#### *Retos, riesgos y posibles respuestas de política*

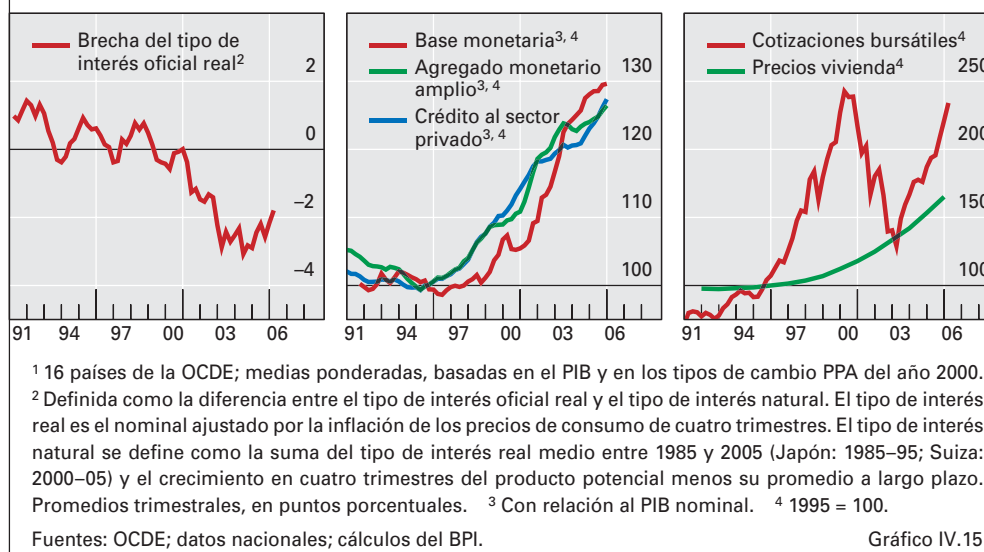
El análisis anterior indica que, aunque la globalización ha ayudado a los bancos centrales a reducir la inflación y a mantenerla en niveles bajos, también ha supuesto nuevos retos que merecen atención. Unos niveles de inflación por debajo de lo que hubiera sido de esperar en este punto del ciclo económico y los persistentes “enigmas” sobre los tipos de interés son sólo algunos de los síntomas recientes de lo que podría ser un contexto de política monetaria significativamente nuevo, forjado por fuerzas de alcance mundial. Un aspecto clave para quienes toman las decisiones de política monetaria es determinar si las viejas reglas del juego han quedado alteradas hasta tal punto que pelagra su capacidad de alcanzar los objetivos de política monetaria. Los retos más inmediatos se derivan de la mayor influencia de los factores internacionales sobre la determinación de las tasas de inflación internas, así como de los riesgos de potenciales episodios deflacionistas.

Los principales retos son...

El primero de estos retos se refiere a la necesidad de incorporar los factores internacionales al evaluar las presiones inflacionarias *a corto plazo*. Centrarse exclusivamente en las mediciones de la holgura de la capacidad productiva interna puede conducir a decisiones de política equivocadas, dependiendo de hasta qué punto estas medidas sean representativas de condiciones más internacionales. Las presiones inflacionistas a corto plazo se infravalorarían si las condiciones internacionales fueran más restrictivas que las internas, o se sobrevalorarían si la holgura económica mundial compensara realmente las restricciones internas. En la actual coyuntura, por ejemplo, estas consideraciones ayudarían a explicar por qué el aumento de las tasas de utilización de la capacidad productiva interna ha coincidido, no obstante, con tasas de inflación sorprendentemente moderadas en algunos países industrializados avanzados. Sin embargo, si desapareciera la capacidad

... el calibrado de las respuestas de política con parámetros alterados...

## Política monetaria y liquidez general en países industrializados avanzados<sup>1</sup>



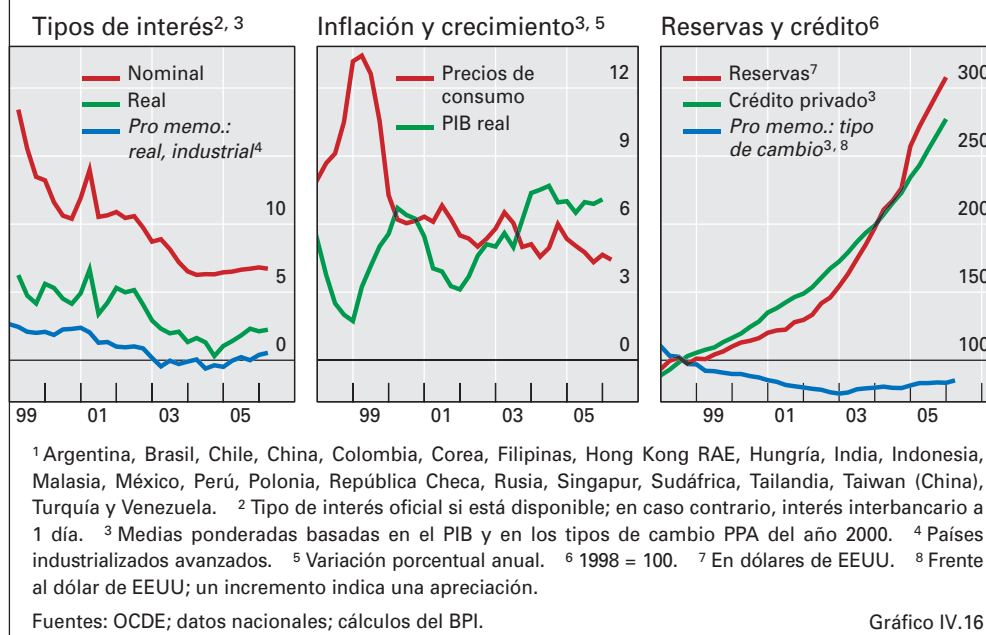
productiva mundial ociosa, estos países podrían enfrentarse de forma repentina a presiones inflacionistas considerables.

... las implicaciones a medio plazo para los desequilibrios financieros...

El segundo de estos retos está estrechamente relacionado con la necesidad de incorporar los factores internacionales a la evaluación de las perspectivas más *a medio plazo* y, por consiguiente, del efecto acumulado de las políticas a lo largo del tiempo (véase el Gráfico IV.15). En comparación con las estimaciones tradicionales de los tipos de interés naturales a largo plazo, los tipos de interés oficiales se han mantenido en niveles excepcionalmente bajos durante un periodo extraordinariamente dilatado. Esto ha sucedido precisamente en un momento en el que podría haberse esperado que los tipos de interés naturales aumentaran, debido al impacto favorable de la globalización sobre el crecimiento potencial a largo plazo. Se plantea el interrogante de si estas prolongadas desviaciones podrían tener repercusiones indeseables a largo plazo, al contribuir a la acumulación de desequilibrios que podrían tener consecuencias perturbadoras en un momento dado. En concreto, los tipos de interés oficiales inusitadamente bajos en gran parte del planeta han ido acompañados de una expansión excepcionalmente fuerte de los agregados monetarios y crediticios, así como de un prolongado auge de los precios de los activos, especialmente en los mercados de inmuebles residenciales.

Tanto las políticas monetarias de los países del G-10 como las de las economías de mercado emergentes han contribuido a esta expansión. En este entorno de globalización financiera, las políticas monetarias acomodaticias de los países industrializados avanzados han presionado a la baja sus monedas y, por consiguiente, al alza las monedas de otros países. En un intento de oponer resistencia a estas presiones, las economías de mercado emergentes con frecuencia han mantenido bajos sus tipos de interés, incluso cuando las condiciones internas podrían haber justificado tipos de interés más elevados. Además, los intentos por evitar la apreciación de las monedas han dado lugar

## Política monetaria y liquidez general en economías de mercado emergentes<sup>1</sup>



a un rápido incremento simultáneo de las reservas de divisas (véase el Capítulo V) y de los agregados monetarios y crediticios (véase el Gráfico IV.16). Según se indicó en el Capítulo III, existe el riesgo de que las presiones inflacionistas vuelvan a emerger con fuerza y de que la corrección de los desequilibrios financieros pueda debilitar la actividad económica y contribuir a una desinflación no deseada.

Todo ello conduce a un tercer reto, relacionado con la naturaleza de los riesgos de deflación. En un contexto de inflación baja, es probable que la globalización haya acrecentado la importancia de comprender los factores determinantes de las presiones deflacionistas que ocasionalmente pudieran aparecer. Las presiones a la baja sobre los precios derivadas de una evolución favorable de la oferta mundial incrementarían la probabilidad de una disminución del nivel general de precios (“deflación”). Sin embargo, como se recalcó en el *73º Informe Anual*, los procesos deflacionistas originados por el lado de la oferta irán acompañados con mayor probabilidad de un crecimiento continuado del producto, un aumento de los salarios reales, precios elevados de los activos y sólidos balances del sector empresarial y de las familias, *ceteris paribus*. Evidentemente, los costes de estos episodios deflacionistas serían muy inferiores a los asociados con una deflación impulsada por la demanda. En este contexto, existe el riesgo de que los bancos centrales se encuentren oponiendo involuntariamente excesiva resistencia a la amenaza de estas deflaciones “buenas” o, al menos, “benignas”. Así pues, esta resistencia podría dar lugar a desequilibrios del tipo auge con posterior desaceleración descritos anteriormente. Paradójicamente, podría incluso sembrar las semillas de deflaciones “malas”, que al final podrían estar relacionadas con una corrección desordenada de los desequilibrios financieros.

... y comprender la naturaleza de eventuales presiones deflacionistas

Los bancos  
centrales podrían...

¿Cómo podrían los bancos centrales reducir los retos que plantea para sus políticas la creciente influencia de los factores internacionales en los resultados internos? Las posibles respuestas se encuentran en el seguimiento, el análisis y en las actuaciones multilaterales.

... mejorar el  
seguimiento de la  
evolución externa...

Los bancos centrales podrían hacer más hincapié en el seguimiento de la evolución externa como parte de su evaluación periódica del entorno de política monetaria, con el objetivo de identificar precozmente las posibles fuentes de problemas internacionales. Para facilitar dicha labor, podrían dar más importancia a los datos sectoriales por segmento de mercado. De este modo, quedaría reflejada la creciente importancia de las relaciones internacionales dentro de las líneas de productos y, *a fortiori*, de las presiones inflacionistas mundiales que podrían derivarse de mercados de factores productivos más globalizados. Además, un mayor esfuerzo para hacer más ágil la publicación de información y mejorar la precisión de los datos en tiempo real comportaría muchos beneficios potenciales, especialmente en relación con el seguimiento de la holgura de la capacidad productiva mundial.

... aumentar la  
disponibilidad y  
celeridad de los  
datos...

... y potenciar el  
análisis para  
comprender las  
múltiples facetas  
de la globalización

Esta mayor atención a la perspectiva mundial exige también ahondar en el trabajo analítico para entender el comportamiento de la economía, cada vez más integrada mundialmente. Una aspiración clave es profundizar en los actuales modelos internacionales del ciclo económico y de la inflación. Un modo de hacerlo sería ampliando los marcos analíticos para captar con mayor precisión los efectos de contagio entre países, las limitaciones de los actuales regímenes de tipos de cambio a la hora de garantizar la independencia de los resultados de inflación internos a lo largo de periodos relativamente largos, y la dinámica de la competencia en los mercados de trabajo, de capitales, de bienes y de servicios. De forma más ambiciosa, valdría la pena explorar más estrategias que van de lo general a lo particular, en las que la evolución de la economía mundial no se derive exclusivamente de agregar los acontecimientos que se producen en los distintos países. Otra aspiración fundamental es una mejor integración y una interpretación más sistemática de los determinantes reales y financieros de las fluctuaciones económicas mundiales. Estos esfuerzos servirían para dilucidar las dimensiones internacionales del mecanismo de transmisión de la política monetaria y los retos que plantea.

La globalización  
implica que las  
estrategias de  
política  
multilaterales  
podrían resultar  
beneficiosas

Por último, el creciente efecto de la globalización sobre la inflación interna implica naturalmente la posibilidad de obtener beneficios adicionales si se presta mayor atención a los foros de política conjunta y a las respuestas multilaterales. En la medida en que los factores internacionales están desempeñando un papel más destacado, las reacciones de política monetaria específicas de cada país podrían ser insuficientes para producir los resultados esperados. Todo ello incrementa los incentivos de llegar a un consenso multilateral sobre diagnósticos, potenciales soluciones y, a ser posible, estrategias de ejecución.

## V. Los mercados de divisas

### Aspectos más destacados

La marcada apreciación del dólar estadounidense, la estabilidad del euro y la tendencia generalizada del yen a la baja fueron las características más destacadas de los mercados de divisas durante gran parte de 2005. Hasta diciembre de ese año, el dólar se apreció notablemente frente al euro, el yen y otras monedas con tipo de cambio flexible, en particular la libra esterlina y los dólares australiano y neozelandés. Sin embargo, su tendencia frente a las divisas de economías de mercado emergentes resultó menos uniforme. Las monedas asiáticas permanecieron bastante estables o se depreciaron, mientras que algunas divisas latinoamericanas se fortalecieron. A partir de diciembre de 2005, revirtió la tendencia alcista del dólar estadounidense.

Al igual que en años precedentes, tres fueron los principales factores que condicionaron la evolución de los tipos de cambio durante el periodo analizado. En primer lugar, en un contexto de mayor normalidad de los tipos de interés oficiales en las principales economías, pese a mantenerse la abundante liquidez internacional, los diferenciales de tipos de interés continuaron siendo determinantes para la evolución de los tipos de cambio. En este sentido, las estrategias de búsqueda de alta rentabilidad se materializaron a menudo en operaciones de *carry trade*. En segundo lugar, tanto el déficit por cuenta corriente como la posición deudora neta de Estados Unidos frente al exterior crecieron nuevamente, aunque suscitando menos atención que en el periodo 2002–04. Pese a la creciente carga de esta deuda, la balanza de rentas registró saldos positivos durante la mayor parte de 2005, lo que atenuó las presiones para una corrección inmediata. El presente capítulo explora las tendencias y los determinantes de la balanza de rentas en Estados Unidos y otros países industrializados y analiza sus posibles repercusiones sobre la sostenibilidad de los desequilibrios externos. En tercer lugar, la continua acumulación de reservas en China limitó la depreciación del dólar frente al renminbi. En cambio, en otros mercados emergentes asiáticos las reservas de divisas crecieron pero a un ritmo más lento. La revisión de la política cambiaria china en julio de 2005 despertó gran interés, aunque a mediados de mayo de 2006 sus efectos sobre los mercados de divisas eran todavía escasos.

Los mercados de divisas se caracterizaron por una intensa actividad y por una volatilidad en general reducida, aunque algunos mercados más pequeños registraron fuertes incrementos de la inestabilidad, especialmente en 2006.

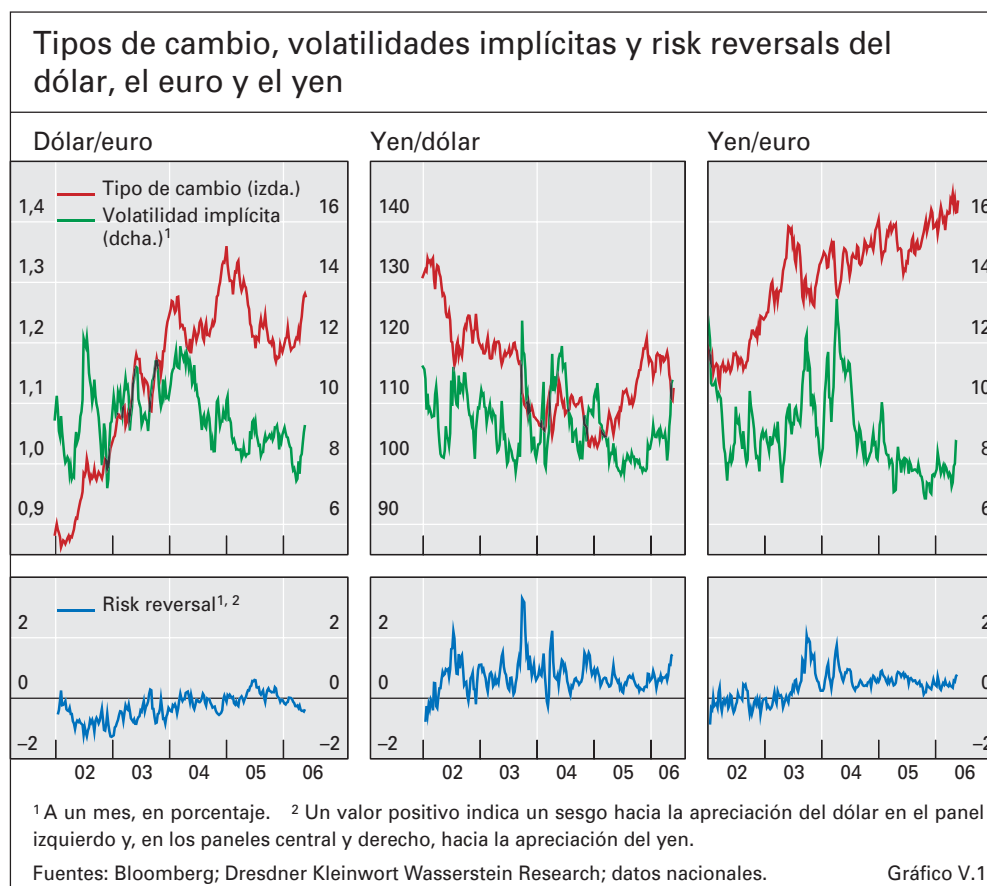
## Evolución de los mercados de divisas

La apreciación generalizada del dólar entre febrero y finales de noviembre...

El periodo examinado puede dividirse en dos etapas bien diferenciadas. Durante la primera, de febrero a finales de noviembre de 2005, el dólar estadounidense se apreció en líneas generales, avanzando un 5% en términos efectivos nominales y en torno al 10% y al 15% frente al euro y el yen respectivamente (véase el Gráfico V.1). También se fortaleció con respecto a otras monedas con tipo de cambio flexible, en particular frente a los dólares australiano y neozelandés y a la mayoría de las divisas europeas no pertenecientes a la zona del euro, sobre todo frente a la libra esterlina (véase el Gráfico V.2). En cambio, el dólar canadiense se apreció un 5% frente al dólar de Estados Unidos, rompiendo así la amplia sincronización observada en el pasado con la evolución de los dólares australiano y neozelandés.

El euro se mantuvo básicamente estable en términos efectivos nominales hasta diciembre de 2005, con tendencia a apreciarse frente al yen. Su evolución frente a otras divisas europeas fue dispar, fortaleciéndose con respecto a la corona sueca, mostrando una tendencia poco definida frente al franco suizo y cediendo terreno frente a la libra esterlina y la corona noruega. Por su parte, el yen presentó una tendencia generalizada a la baja, depreciándose en forma significativa frente al dólar, el euro y la mayoría de las divisas de las economías de mercado emergentes de Asia.

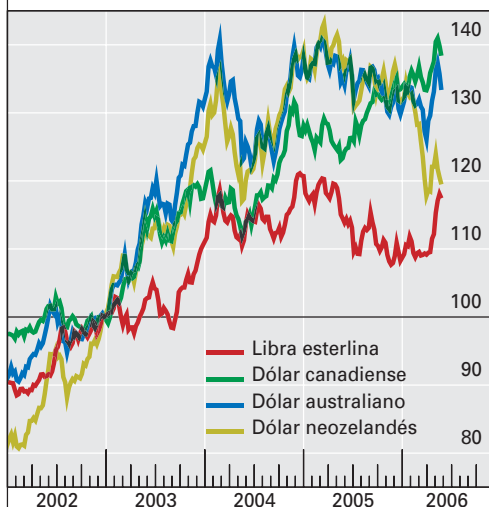
La evolución de las monedas de las economías emergentes fue menos uniforme, puesto que algunas de ellas —concretamente el baht tailandés,



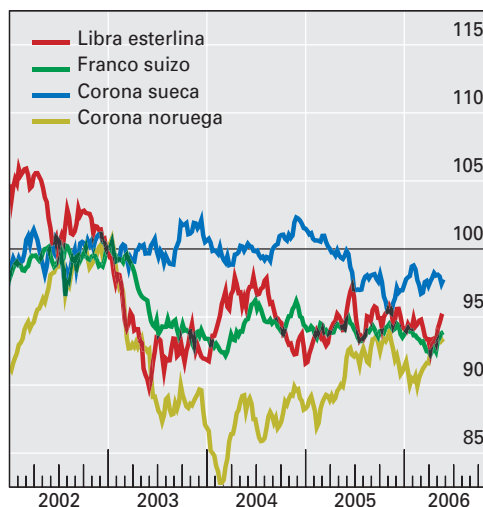
## Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, finales de 2002 = 100

Frente al dólar de EEUU



Frente al euro



Nota: un ascenso indica una apreciación.

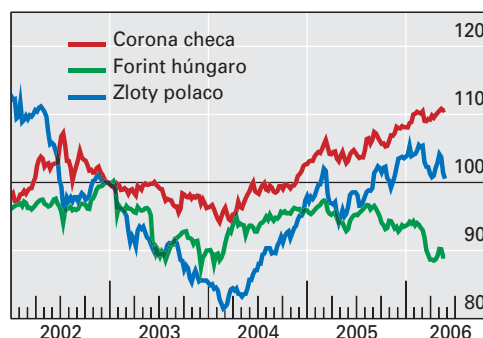
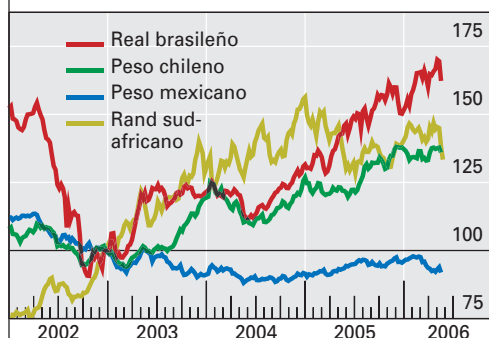
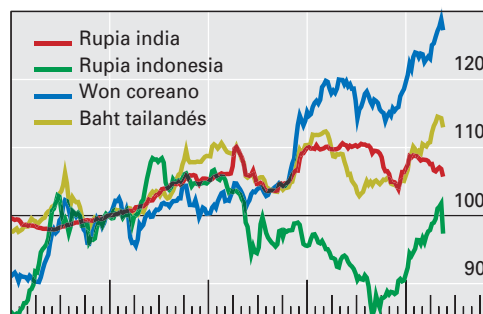
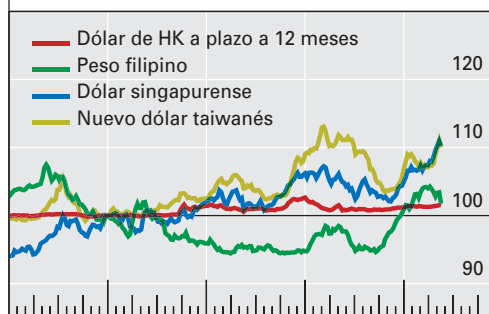
Fuente: datos nacionales.

Gráfico V.2

el nuevo dólar taiwanés y la rupia indonesia— se depreciaron considerablemente frente al dólar estadounidense (véase el Gráfico V.3), mientras que varias divisas latinoamericanas se apreciaron. Las cotizaciones del rand sudafricano y de las monedas de diversos países de Europa oriental no siguieron una tendencia tan clara.

## Tipos de cambio en economías emergentes<sup>1</sup>

Medias semanales, finales de 2002 = 100

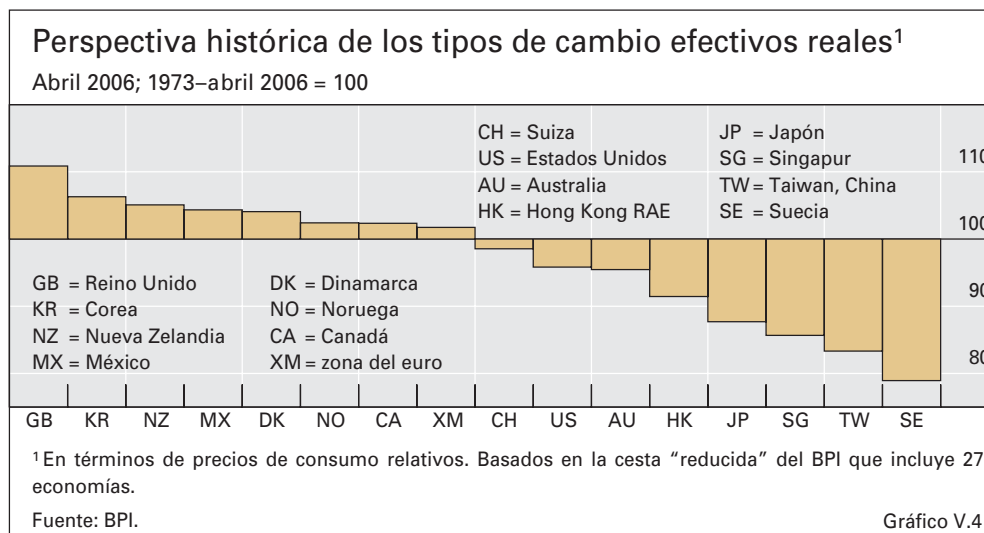


<sup>1</sup> Frente al dólar de EEUU (para las monedas del panel inferior derecho, frente al euro); un ascenso indica una apreciación. Panel inferior izquierdo: escala comprimida.

Fuentes: BCE; Bloomberg; Datastream.

Gráfico V.3





... revirtió en cierta medida a partir de diciembre de 2005

En la segunda fase, entre diciembre de 2005 y mediados de mayo de 2006, el dólar cedió terreno frente a algunas divisas, depreciándose en torno al 9% frente al yen, y el 10% frente al euro y la libra esterlina. El yen revirtió su tendencia general a la depreciación, coincidiendo con el cambio de la percepción desfavorable de los inversionistas respecto al futuro fortalecimiento del dólar, conforme sugiere la cotización de los *risk reversals* (véase el Gráfico V.1). Por su parte, el euro tendió a apreciarse con respecto a un conjunto de monedas y también en términos efectivos nominales, mientras que el dólar canadiense persistía en su escalada generalizada.

Durante esta segunda fase, las divisas de algunos países industrializados se debilitaron ostensiblemente, como ocurrió con los dólares australiano y neozelandés hasta abril de 2006. Otro aspecto destacado fue la desvinculación de la evolución del franco suizo con respecto al euro. En cambio, las monedas de los mercados emergentes asiáticos en general —y el won, la rupia, el baht, el peso filipino y el dólar de Singapur en particular— tendieron a apreciarse notablemente frente al dólar y, en menor medida, frente al yen.

Desde una perspectiva de largo plazo, los niveles actuales de los principales tipos de cambio indican que la cotización del dólar y del euro en términos efectivos reales permanece próxima a su promedio de largo plazo, mientras que la libra esterlina continúa apreciada en torno al 10% (véase el Gráfico V.4). Sin embargo, la corona sueca, el yen y las monedas de algunas economías de mercado emergentes asiáticas están infravaloradas en más de un 10% con respecto a sus promedios históricos.

#### *Condiciones en los mercados de divisas*

Mercados en calma pero activos

La volatilidad y la actividad fueron en cierta forma similares a lo largo de estas dos fases en la evolución de los tipos de cambio. Entre enero y noviembre de 2005, en un contexto de abundante liquidez internacional, los mercados de divisas se mostraron bastante calmados con un volumen de transacciones elevado. La volatilidad implícita de los principales tipos de cambio fue menor que en años anteriores, y con tendencia a la baja (véase el Gráfico V.1).

No obstante, a partir de diciembre, se produjo un aumento de la volatilidad en algunos mercados, principalmente en las cotizaciones yen/dólar y yen/euro, indicando así un aumento de la incertidumbre. Conforme se analiza más adelante, esta mayor incertidumbre respecto al yen obedeció a especulaciones sobre el final de la política de relajación cuantitativa en Japón y sus posibles repercusiones en los mercados financieros, en concreto para la financiación de las operaciones de *carry trade*. Asimismo, el aumento de la incertidumbre provocó notables depreciaciones en algunos de los mercados de menores dimensiones, que se propagaron a otras monedas.

El elevado nivel de actividad continuó reflejando grandes volúmenes de fondos de inversionistas que buscaban altas rentabilidades en una amplia gama de divisas. Esta búsqueda de rentabilidad también presionó al alza el precio de las materias primas, cuyos mercados han recibido elevados flujos de inversión respaldados por una robusta demanda mundial. Desde comienzos de 2002, los incrementos anualizados de los índices generales de precios de las materias primas han rozado el 10%, con aumentos incluso superiores en el caso del oro, que se revalorizó a una tasa anualizada cercana al 14% entre mediados de 2001 y septiembre de 2005. A mediados de mayo de 2006, su precio batió el récord de los últimos 25 años al situarse en 726 dólares la onza *troy*, tras haber crecido a una tasa del 60% desde septiembre.

#### *Tendencias en las reservas oficiales*

Los bancos centrales continuaron acumulando volúmenes considerables de reservas oficiales de divisas (véase el Cuadro V.1). A diferencia de años anteriores, cuando diversos bancos centrales asiáticos acumularon ingentes cantidades de reservas, el 80% del incremento registrado en la región en 2005 se concentró en China. Las tenencias de divisas en este país crecieron otros 200.000 millones de dólares, hasta superar los 800.000 millones a finales de 2005, lo que equivale al 20% de las reservas mundiales. El ritmo de acumulación de reservas también fue elevado en los países exportadores de petróleo, con Rusia en el papel estelar. En cambio, la acumulación de reservas se desaceleró en la mayoría de las economías restantes, especialmente en Corea, la India, Malasia y Taiwan (China).

Continúa la acumulación de reservas

#### **Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes**

Una vez más, tres fueron los factores primordiales que parecen haber condicionado la evolución de los tipos de cambio durante el periodo examinado. En primer lugar, las perspectivas de crecimiento interno y los diferenciales de tipos de interés parecen haber afectado tanto a las principales monedas como a otras divisas de economías de mercado emergentes. En segundo lugar, el deterioro del desequilibrio externo de Estados Unidos repercutió en ocasiones sobre la cotización del dólar, aunque tuvo una influencia menor que en años precedentes. Por último, las políticas cambiarias y las prácticas intervencionistas de algunas economías de mercado emergentes, especialmente las asiáticas, continuaron influyendo

Tres factores primordiales para la evolución de los tipos de cambio

## Variación anual de las reservas oficiales de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	<i>Pro memoria: cantidades en circulación (dic 2005)</i>
	A los tipos de cambio vigentes						
Total	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4.170,8
Países industrializados	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1.292,2
Estados Unidos	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Zona del euro	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Japón	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Mercados emergentes asiáticos	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1.821,6
China	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Corea	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Hong Kong RAE	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
India	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonesia	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Malasia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Filipinas	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Singapur	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, China	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Tailandia	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Exportadores netos de petróleo <sup>1</sup>	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
México	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Rusia	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Oriente Medio <sup>2</sup>	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
América Latina <sup>3</sup>	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentina	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brasil	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Chile	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
ECO <sup>4</sup>	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
	A tipos de cambio constantes de finales de 2004						
Total asignado	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2.890,0
Reservas de dólares	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1.869,8

<sup>1</sup> Economías con exportaciones netas de petróleo superiores a 0,5 millones de barriles al día. <sup>2</sup> Excluye Irán e Iraq. Para Arabia Saudita, excluye la inversión en valores extranjeros. <sup>3</sup> Países mencionados además de Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>4</sup> Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia.

Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro V.1

en la evolución de sus monedas, aunque con ciertas diferencias respecto al pasado.

### *Crecimiento económico y diferenciales de tipos de interés*

La tasa de crecimiento y los diferenciales de tipos de interés —en ambos casos tanto efectivos como esperados—, parecen haber sido los principales determinantes de la evolución de los tipos de cambio durante el pasado año. Pese a que no hay certeza de una relación estadística robusta entre los

diferenciales efectivos o esperados de tipos de interés y la evolución de los tipos de cambio durante periodos de tiempo prolongados, sí existe evidencia de una correlación positiva para ciertos pares de monedas durante las dos etapas en que se divide el periodo analizado.

En concreto, la apreciación del dólar frente al euro y el yen durante gran parte de 2005 reflejó el impacto positivo de la política monetaria más restrictiva aplicada por la Reserva Federal sobre los diferenciales de tipos de interés. Asimismo, otras monedas —particularmente la libra esterlina, los dólares australiano y neozelandés y la corona sueca— se debilitaron frente al dólar, tras varios años de intensa apreciación, al evolucionar sus diferenciales de tipos de interés a favor de Estados Unidos. En cambio, el dólar canadiense se apreció frente al estadounidense, mientras que su diferencial de tipos de interés se mantuvo relativamente estable.

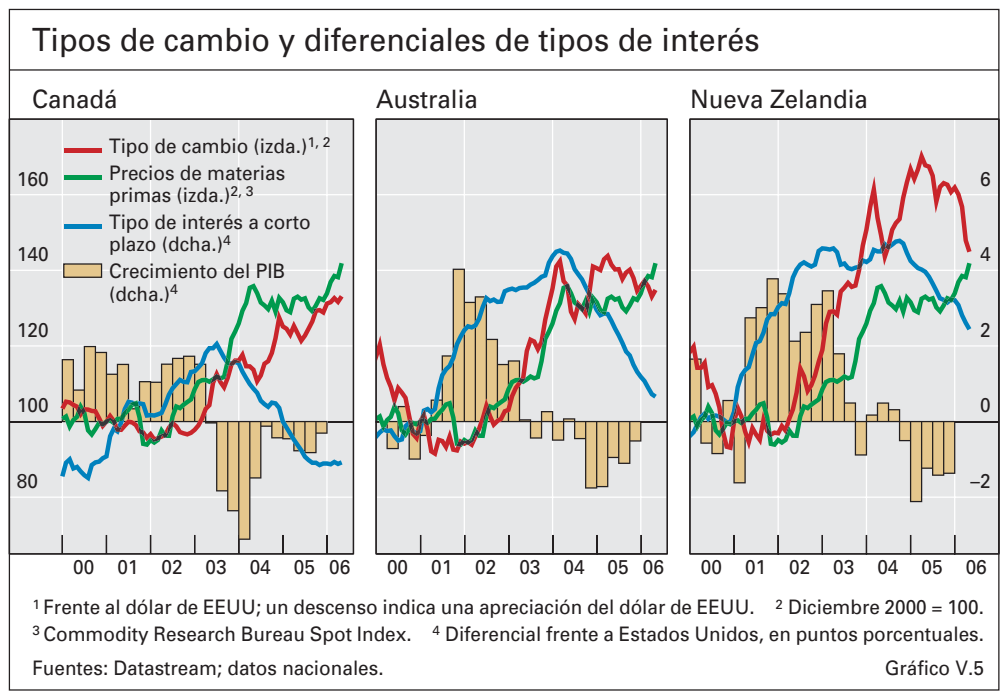
Las variaciones de los diferenciales de tipos de interés podrían haber perjudicado aún más a los dólares australiano y neozelandés, y el dólar canadiense podría no haberse apreciado, de no haber sido por los elevados precios de los productos básicos (véase el Gráfico V.5). Este encarecimiento también presionó al alza las divisas de otros países exportadores de materias primas, como Chile y Sudáfrica.

A partir de diciembre de 2005, la reversión parcial de la tendencia alcista del dólar frente al euro y el yen coincidió con un cambio de percepción sobre los ciclos de la política monetaria en las principales economías. En concreto, los agentes económicos comenzaron a esperar tipos de interés oficiales más altos en la zona del euro y Japón.

Las perspectivas de subidas de tipos de interés en Japón, unidas a la posibilidad de una apreciación asociada del yen, suscitaron particular atención, especialmente en el contexto de las operaciones de *carry trade*. Estas operaciones consisten en endeudarse en una moneda poco rentable

Los diferenciales de tipos de interés favorecieron al dólar

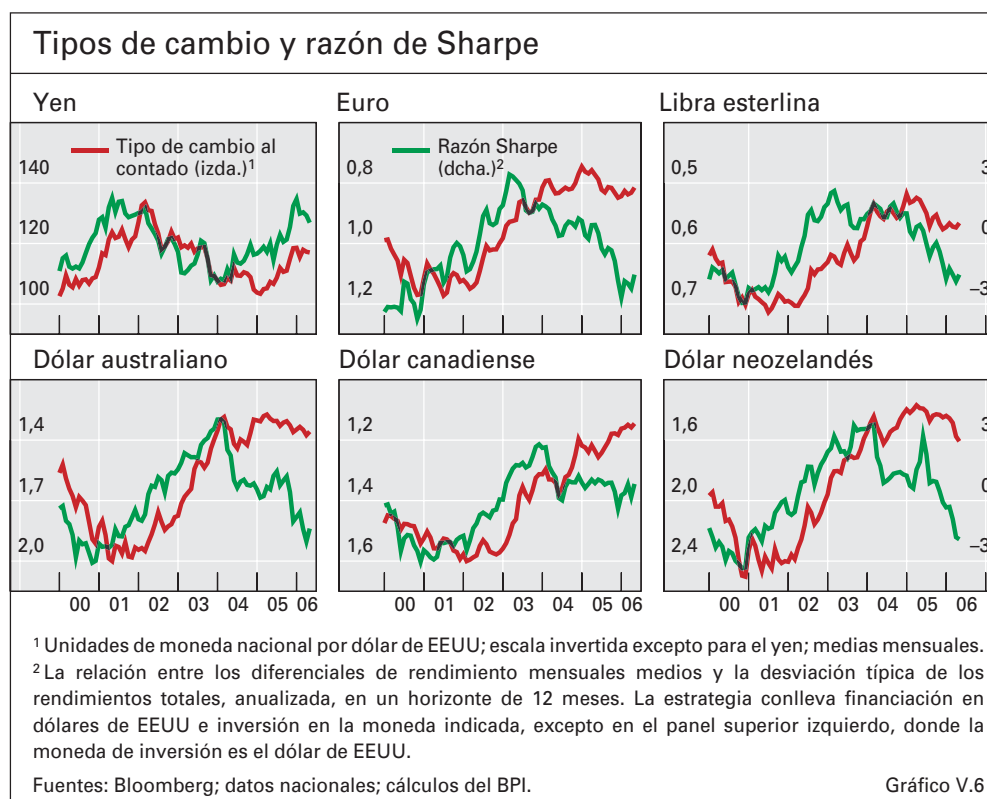
En diciembre, la atención se centró en las perspectivas de mayores tipos de interés en Japón



para invertir en otra de alta rentabilidad, suponiendo que ésta última no se depreciará tanto como para contrarrestar su ventaja en términos del diferencial de tipo de interés. Al igual que en años precedentes, estas operaciones formaron parte de las estrategias de búsqueda de rentabilidad de diversos tipos de inversionistas internacionales, aportando un importante mecanismo de conexión entre tipos de interés y tipos de cambio. Los analistas del mercado señalaron al yen y al franco suizo como las dos principales monedas de financiación de estas operaciones en 2005, mientras que el dólar pasaba de moneda de financiación a moneda de inversión conforme avanzaba el ciclo de política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Durante este periodo, la continua subida de los tipos de interés en Estados Unidos hizo que cada vez pareciera más atractiva la estrategia de endeudarse en yenes e invertir en activos denominados en dólares. Esto es, sin duda, lo que se desprendía de la razón de Sharpe, que ajusta el diferencial de rentabilidad por su volatilidad (véase el Gráfico V.6). La información del mercado también sugiere que hacia finales de año ya habían comenzado a cerrarse posiciones cortas en yenes.

El cierre de las posiciones de *carry trade* generó en ocasiones picos de volatilidad

Los efectos del cierre de posiciones de *carry trade* sobre la volatilidad en los mercados de divisas resultan difíciles de predecir y dependen, entre otros factores, de la velocidad a la que se deshacen las posiciones. En ciertos casos, su cierre gradual produjo modificaciones apreciables de los tipos de cambio sin impactos ostensibles sobre la volatilidad a corto plazo. Un claro ejemplo ha sido la lenta depreciación del dólar australiano iniciada en marzo de 2005, cuando las operaciones de *carry trade* que invertían en dicha moneda perdieron atractivo. En otros casos, sin embargo, el cierre de las posiciones de

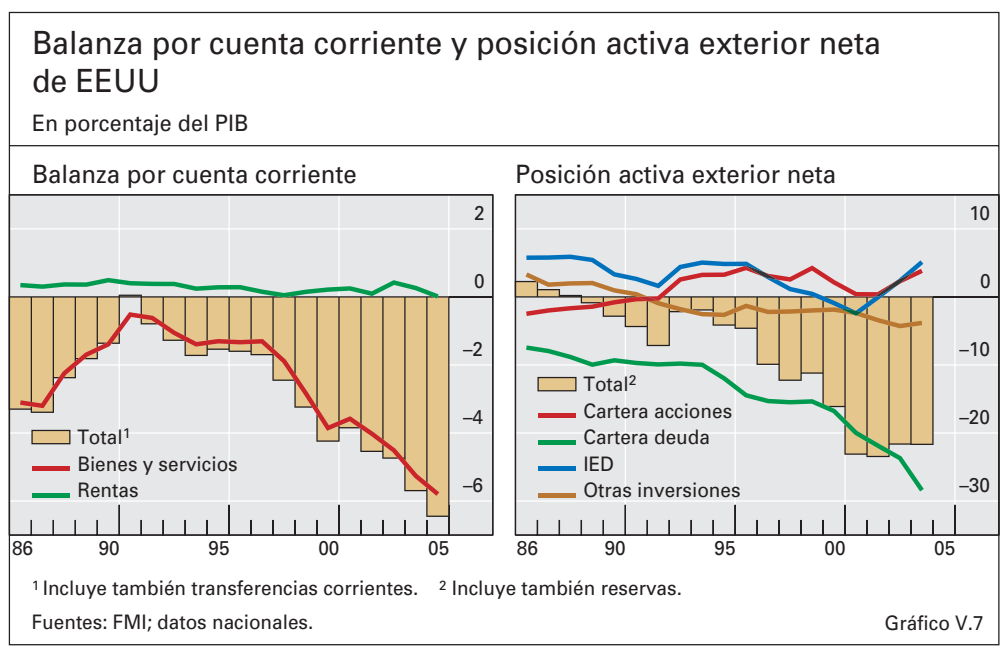


*carry trade* fue repentino, traduciéndose en fluctuaciones bruscas de los tipos de cambio, con efectos de contagio —aunque efímeros— en otros mercados. Hacia principios de diciembre de 2005, la apreciación del yen frente al dólar estadounidense dio lugar a un rápido cierre de posiciones largas en reales brasileños y dólares neozelandeses, con la consiguiente caída de sus cotizaciones y la alteración del precio del oro. Un ejemplo aún más llamativo de las precipitadas correcciones provocadas por el cierre de las operaciones de *carry trade* fue la acusada depreciación (un 10% en dos días) de la corona islandesa en febrero de 2006, tras la decisión de una agencia de calificación crediticia de cambiar su perspectiva sobre la calificación crediticia de Islandia. Aunque normalmente un acontecimiento de esta naturaleza no debería influir en otros mercados de divisas, el desplome de la corona islandesa se propagó en cuestión de horas a otras monedas de alta rentabilidad como las de Australia, Brasil, Hungría Nueva Zelandia y Sudáfrica, afectadas todas ellas por las operaciones de *carry trade*.

### El desequilibrio externo estadounidense

El desequilibrio externo de Estados Unidos volvió a crecer en 2005. El déficit por cuenta corriente alcanzó por vez primera el 6,4% del PIB y es probable que su posición activa exterior neta haya superado el -25% (véase el Gráfico V.7). Asimismo, las rentas netas de la posición activa exterior neta, que desde mediados de la década de los 80 siempre habían sido positivas, pasaron a ser negativas en el segundo y el cuarto trimestre de 2005.

Los participantes en el mercado continuaron reaccionando ante los datos que indicaban deterioros inesperados del déficit por cuenta corriente estadounidense y, en ocasiones, también ante las sustanciales revisiones de dichos datos. Sin embargo, la posición externa de Estados Unidos suscitó, en general, menos atención que en años anteriores, como demuestra el hecho de que, durante gran parte de 2005, no sólo no mermara la disposición del sector privado a financiar este déficit por cuenta corriente,



sino que se produjera un cambio en la composición de las entradas de capital en Estados Unidos en favor del sector privado. En concreto, el peso de la inversión de cartera en renta fija y de la inversión extranjera directa (IED) aumentó sustancialmente, mientras que la proporción de los flujos de entrada financieros atribuibles a reservas oficiales disminuyeron visiblemente.

El desequilibrio externo de EEUU volvió a centrar la atención en 2006

No obstante, el desequilibrio externo de Estados Unidos volvió a centrar la atención de los mercados durante los primeros meses de 2006, a medida que el déficit comercial estadounidense alcanzaba cifras récord y arreciaban las discusiones sobre la política cambiaria de China. Parece que los desequilibrios externos también comenzaron a afectar a otras monedas: la presión vendedora que sufrió la corona islandesa a finales de febrero y principios de marzo se propagó sobre todo entre las divisas de países con elevados déficits por cuenta corriente.

#### *Políticas cambiarias en Asia*

La intervención en el mercado asiático sigue siendo determinante

La acumulación de reservas por parte de una serie de bancos centrales, especialmente asiáticos, continuó influyendo en los tipos de cambio. Sin embargo, en comparación con años anteriores, la mayor apreciación de algunas monedas asiáticas frente al dólar estadounidense indica que dicha acumulación, que se produjo a un ritmo menor de lo habitual, no logró contrarrestar por completo la mayor presión alcista procedente de los mercados de divisas (véase el Cuadro V.1).

En julio de 2005, el Banco Popular de China anunció cambios de previsible importancia en su régimen cambiario, que pueden resumirse en tres medidas básicas: la revaluación inmediata del renminbi frente al dólar en un 2%, la continuidad del régimen de flotación controlada (que permite la fluctuación del tipo de cambio en una banda de  $\pm 0,3\%$  alrededor de una paridad central anunciada diariamente) y la introducción de una cesta de monedas de referencia, sin aportar detalles sobre las ponderaciones, paridades y amplitud de la banda. El régimen existente de controles de capital en principio no se alteró.

Desde principios de 2006, las autoridades monetarias chinas han anunciado una serie de medidas encaminadas a desarrollar la infraestructura del mercado nacional de divisas, con el objetivo prioritario de evitar fluctuaciones desordenadas del renminbi cuando se le permita mayor fluctuación. La introducción de estos cambios se está llevando a cabo de manera gradual. En primer lugar, 13 bancos chinos y extranjeros han recibido autorización para operar como creadores de mercado en el mercado al contado del renminbi. En segundo lugar, se han presentado oficialmente los sistemas de negociación para los mercados organizados y no organizados (estos últimos también conocidos como OTC). Estas dos disposiciones permiten que los creadores de mercado y otros participantes cualificados para operar en el mercado al contado del renminbi en China continental, negocien directamente entre sí, y no sólo a través de un sistema centralizado de casación de órdenes, que aun así continuará funcionando en paralelo. El nuevo sistema OTC seguirá operando dentro del *China Foreign Exchange*

*Trade System*, bajo los auspicios del banco central. Esta ampliación de las posibilidades de negociación podría traducirse en una mayor flexibilidad del tipo de cambio. En tercer lugar, la paridad central diaria del renminbi ahora se determina como una media ponderada de las cotizaciones aportadas por los creadores de mercado antes del comienzo de la negociación el mismo día hábil, en lugar de basarse en el precio de cierre del día hábil anterior. Al eliminarse cualquier posible mecanismo de tipo de cambio fijo deslizante (*crawling peg*), la fluctuación del tipo de cambio renminbi/dólar al contado de un día hábil a otro puede ser ahora sustancial. Por último, en el marco del plan *Qualified Domestic Institutional Investor*, las autoridades han permitido a las instituciones financieras nacionales, incluidos bancos, compañías de seguros y sociedades gestoras de fondos, invertir en valores extranjeros.

El efecto de estas modificaciones en julio varió en función de la moneda. Las principales divisas se vieron ligeramente afectadas, observándose apenas una apreciación del 2% del yen frente al dólar en las horas inmediatamente posteriores al anuncio. En cambio, las repercusiones dentro de la región asiática fueron más profundas, siendo la más inmediata la decisión de las autoridades malasias de abandonar el régimen de tipo de cambio fijo del ringgit frente al dólar estadounidense para optar por un régimen de flotación controlada. Además, la mayoría de las monedas de los países emergentes asiáticos se apreciaron un 2% frente al dólar estadounidense.

Las presiones sobre el renminbi se atenuaron en los meses posteriores al cambio de régimen, de modo que el tipo de cambio renminbi/dólar se mantuvo muy estable durante varios meses. No fue sino a comienzos de 2006 cuando comenzaron a observarse indicios de que las autoridades monetarias chinas estaban dejando que el renminbi se apreciara en respuesta a nuevas presiones alcistas (véase el Gráfico V.8). Así, entre principios de 2006 y mediados de mayo de ese año, la divisa china se apreció frente al dólar alrededor de un 1%.





## Rentas netas y sostenibilidad de la posición externa de Estados Unidos

Pese al incesante deterioro de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y de su posición de inversión internacional desde principios de los años 90, su balanza de rentas ha continuado registrando en términos netos un superávit relativamente estable en porcentaje del PIB, si bien en dos de los últimos cuatro trimestres se ha contabilizado un déficit (véase el Gráfico V.7). El hecho de que Estados Unidos haya seguido registrando superávit en la balanza de rentas, mientras sus pasivos frente al exterior han crecido más rápido que sus activos en el extranjero, ha servido para argumentar que la posición externa del país es más sostenible de lo que en principio podría parecer. Para arrojar más luz sobre la situación de Estados Unidos, a continuación se analiza más detalladamente este tema, utilizando las experiencias de una serie de países industrializados.

### *Tendencias y determinantes de las rentas netas*

La balanza de rentas puede desglosarse en un efecto composición y un efecto rendimiento

En términos contables, la balanza de rentas de Estados Unidos puede desglosarse en un efecto composición y un efecto rendimiento. El efecto composición obedece básicamente a que sus activos en el extranjero se componen en gran medida de IED de alto riesgo y alta rentabilidad, mientras que una gran proporción de sus pasivos frente al exterior son inversiones de cartera en renta fija de bajo riesgo y escasa rentabilidad (véase el Cuadro V.2). El efecto rendimiento emana del amplio y persistente diferencial de rentabilidad entre la inversión directa estadounidense en el exterior y la IED en Estados Unidos.

Activos y pasivos de Estados Unidos frente al exterior, 2004					
En porcentaje					
		Inversión directa	Inversión de cartera: renta variable	Inversión de cartera: renta fija	Otras inversiones <sup>1</sup>
Activos <sup>2</sup>	Proporción sobre el total	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rentabilidad	8,6	2,6	4,0	2,2
	En porcentaje del PIB	28,0	21,5	7,8	26,1
Pasivos	Proporción sobre el total	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rentabilidad	4,3	2,0	4,3	1,7
	En porcentaje del PIB	22,9	17,6	36,2	29,9
Activos netos <sup>2</sup>	Proporción sobre el total	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rentabilidad	4,3	0,6	-0,3	0,5
	En porcentaje del PIB	5,1	3,9	-28,4	-3,8

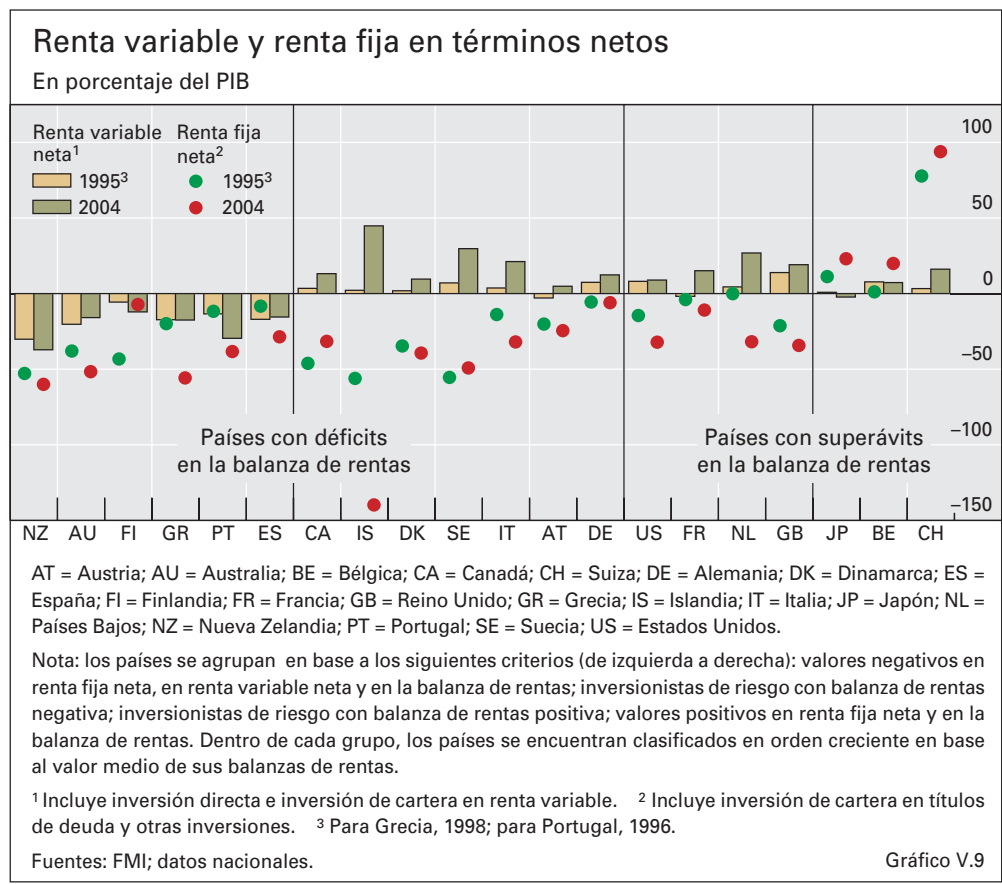
<sup>1</sup> Incluye préstamos, divisas y depósitos, crédito al comercio y otras cuentas pendientes de cobro o de pago. <sup>2</sup> Incluye activos de reserva, por lo que los porcentajes que conforman el total no suman 100.  
Fuentes: FMI; cálculos del BPI. Cuadro V.2

Durante algún tiempo, la balanza externa de Estados Unidos se ha caracterizado por tener una posición neta larga en activos de renta variable y una posición neta corta en activos de renta fija, de donde surge el efecto composición, aunque las trayectorias de estas variables fondo han presentado considerables diferencias a lo largo del tiempo (véase el Gráfico V.7). La posición neta en activos por IED ha promediado el 5% del PIB durante las tres últimas décadas, aunque con fluctuaciones sustanciales debido, sobre todo, a las variaciones de la IED recibida por Estados Unidos. En contraposición, desde mediados de la década de los 90 se ha acelerado bruscamente el ritmo al que se acumulan pasivos netos por inversiones de cartera en instrumentos de deuda. Como se expondrá más adelante, la evolución de estas tendencias probablemente sea relevante de cara al futuro.

EEUU mantiene una posición larga en renta variable y una posición corta en renta fija...

La experiencia de diversos países sugiere que este perfil de “inversionista de riesgo”, caracterizado por posiciones netas largas en renta variable y posiciones netas cortas en renta fija, se asocia a un superávit neto persistente en la balanza de rentas en ciertas economías, en concreto en Estados Unidos, Francia, los Países Bajos y el Reino Unido (véase el Gráfico V.9). Resulta interesante que Estados Unidos y el Reino Unido sean los dos únicos países que han registrado, durante este periodo, superávits continuos en su balanza de rentas al mismo tiempo que déficits por cuenta corriente. Sin embargo, este perfil no es condición suficiente, ni necesaria, para registrar superávits en la balanza de rentas, de ahí que resulte improbable que el efecto composición pueda explicar por sí solo la estabilidad del superávit de la balanza de rentas estadounidense. Por una parte, no resulta suficiente ya que una serie de países

... aunque este perfil no garantiza el superávit de la balanza de rentas



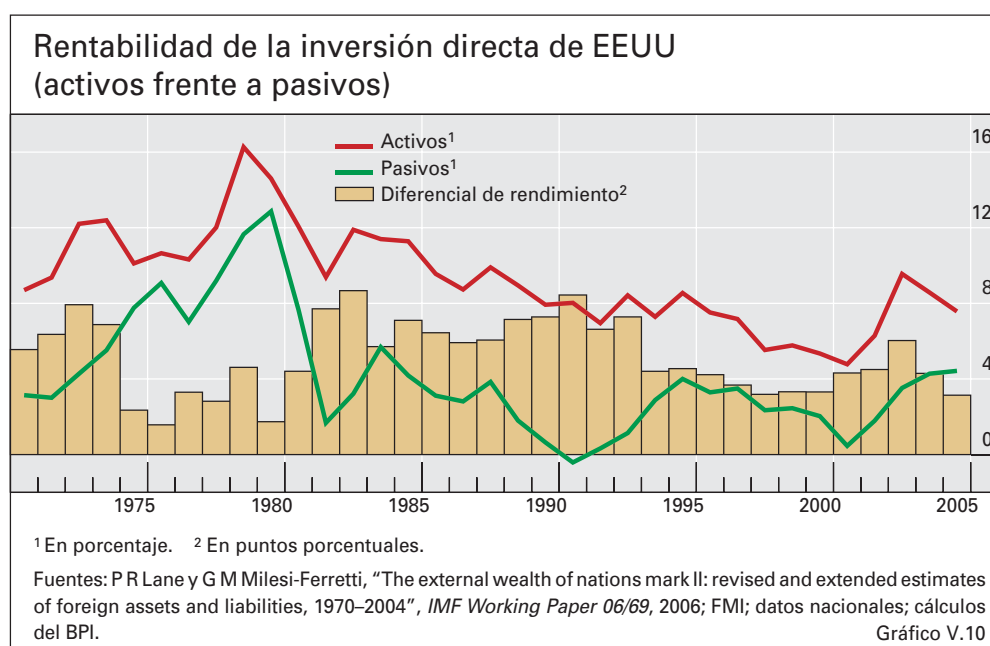
con perfil de inversionista de riesgo —por ejemplo, Canadá e Italia— han registrado déficits persistentes en sus balanzas de rentas. Por otra parte, dicho perfil no es condición necesaria puesto que algunos países, como Japón y Suiza, han registrado superávits continuos en su balanza de rentas pese a mantener posiciones netas largas en instrumentos de deuda.

Se ha sostenido que Estados Unidos goza de una ventaja en términos de rendimiento, dada la reducida rentabilidad de algunos de sus pasivos, al ofrecer éstos la liquidez y seguridad que tanto valora el comprador. Este argumento resulta especialmente relevante para las inversiones de cartera en renta fija y otras inversiones. No obstante, los diferenciales de rentabilidad entre activos y pasivos para estas categorías de inversión suelen ser bastante reducidos (véase el Cuadro V.2).

El efecto rendimiento en Estados Unidos refleja básicamente el diferencial de rentabilidad entre la inversión directa estadounidense en el exterior y la IED en el país. Desde los años 70, la rentabilidad de la inversión directa en el exterior realizada por residentes en Estados Unidos ha sido de media aproximadamente cinco puntos porcentuales superior a la obtenida por la inversión directa de no residentes en Estados Unidos (véase el Gráfico V.10).

La importancia de disfrutar de una ventaja de rentabilidad en la IED resulta también evidente en otros países con superávits en la balanza de renta. Así, entre 2000 y 2004, Francia, los Países Bajos, el Reino Unido y Suiza gozaron, en promedio, de un diferencial positivo entre las rentabilidades de sus activos y pasivos procedentes de la IED (véase el Cuadro V.3). En los casos de Francia, el Reino Unido y Suiza, los diferenciales han permanecido positivos desde inicios de la década de los 90, rondando en promedio 1, 2 y 4 puntos porcentuales, respectivamente. Cabe destacar que, en todos los países mencionados, la rúbrica de ingresos netos procedentes de los rendimientos de la IED es la que mayor contribución positiva ha realizado a la balanza de rentas en los cinco últimos años.

El efecto rendimiento se explica por la baja rentabilidad de la IED en EEUU



Inversión extranjera directa, 2000–04					
En porcentaje					
	Activos		Pasivos		Diferencia
	Proporción del total	Rentabilidad	Proporción del total	Rentabilidad	Rentabilidad
Estados Unidos	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Países Bajos <sup>1</sup>	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Suiza <sup>1</sup>	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Reino Unido <sup>1</sup>	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
Francia	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Suecia	43,8	5,4	27,1	5,8	-0,3
Portugal <sup>2</sup>	13,5	3,5	16,3	4,1	-0,6
España <sup>1</sup>	29,6	3,6	23,4	4,2	-0,6
Alemania <sup>1</sup>	18,3	2,1	16,8	3,0	-1,0
Dinamarca	26,5	5,4	23,9	6,5	-1,1
Italia	15,9	2,1	11,0	3,6	-1,5
Grecia	10,2	1,2	10,0	2,6	-1,5
Austria <sup>1</sup>	12,4	7,1	11,3	9,1	-2,0
Islandia <sup>1</sup>	20,4	13,1	6,3	15,3	-2,2
Australia	38,7	5,4	27,6	7,5	-2,2
Japón	9,5	5,0	3,9	7,5	-2,4
Finlandia <sup>1</sup>	27,8	8,4	11,9	11,5	-3,0
Canadá <sup>1</sup>	44,4	3,9	31,0	7,5	-3,6
Nueva Zelanda	21,3	2,4	34,1	8,8	-6,4
Irlanda <sup>3</sup>	5,9	8,8	15,6	19,3	-10,5

<sup>1</sup> En estos países, los activos y pasivos por inversión extranjera directa se registran a su valor contable y no a su valor de mercado. En el caso de Estados Unidos, Francia y Suecia se han utilizado datos nacionales y la relación entre el valor de mercado y el valor contable oscila entre 1,25 y 1,75, por lo que la rentabilidad de los activos y pasivos de estos países podría haberse sobrestimado en un factor situado en este intervalo. <sup>2</sup> En estos países, los saldos se valoran a su coste corriente. <sup>3</sup> 2002–04.  
Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.3

Cuatro motivos básicos se han expuesto a la hora de explicar por qué la rentabilidad de la inversión directa realizada por residentes estadounidenses en el exterior es superior a la de la IED en Estados Unidos: el riesgo de la inversión directa estadounidense en el extranjero excede el de la IED en Estados Unidos; los activos que componen la IED estadounidense en el exterior están vinculados a activos intangibles relativamente más intensivos en conocimiento, como la propiedad intelectual y la imagen de marca (“materia oscura”) que, pese a escapar a las mediciones, generan rentas; por término medio, la IED en Estados Unidos es relativamente reciente; y, por último, las empresas cuentan con incentivos fiscales para minimizar los beneficios contabilizados por sus filiales en Estados Unidos.

Existe poca evidencia de que Estados Unidos perciba una prima de riesgo en los activos de su IED por estar dirigida a países de mayor riesgo. Una razón es que la mayoría de los flujos por IED se realiza entre Estados Unidos y países con calificación crediticia similar: más del 50% de la inversión directa estadounidense en el exterior se localiza en Europa, con un 15% adicional en Australia, Canadá y Japón. En la dirección inversa, más del 70% de la IED en Estados Unidos procede de Europa. Además, no parece que Estados Unidos

Cuatro explicaciones básicas a este diferencial:

mayor riesgo de la inversión directa estadounidense en el exterior...

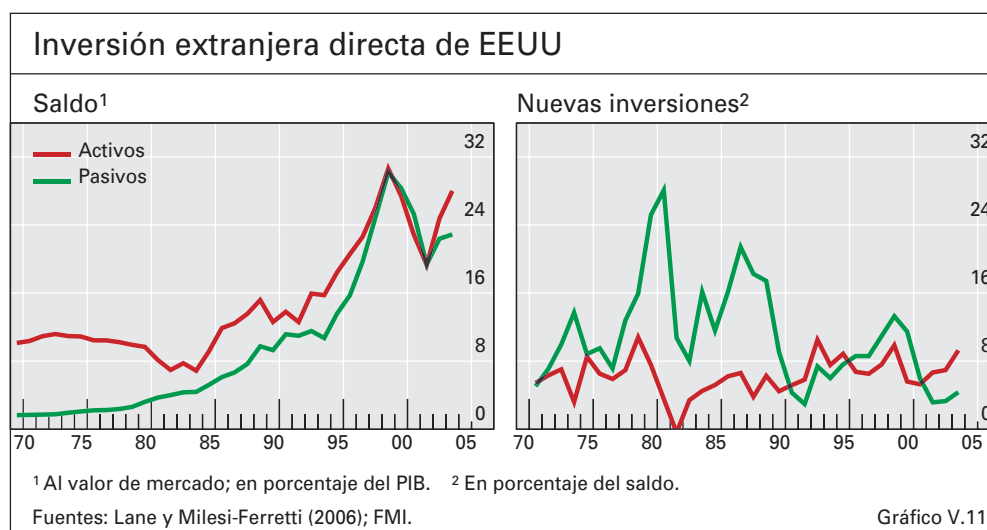
perciba mayor rentabilidad por sus activos localizados en países con calificaciones inferiores para la deuda soberana. Asimismo, la rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior no parece ser más volátil ni de mayor riesgo que la rentabilidad de la IED en Estados Unidos.

... la "materia oscura"...

La explicación de la materia oscura ha suscitado recientemente una enorme atención a la hora de indagar en los motivos de la elevada rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior. Sin embargo, la evidencia internacional sugiere que es más relevante averiguar a qué obedece la baja rentabilidad percibida por los inversionistas extranjeros en Estados Unidos (véase el Cuadro V.3). La rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior se sitúa, en efecto, en la parte alta de la escala, en comparación con los rendimientos percibidos por otros países, más si se tiene en cuenta que en algunos países los saldos de IED se registran por su valor contable, y no por su valor de mercado, lo cual suele conducir a una sobrevaloración de los rendimientos. Aún así, lo que mejor se desprende de la comparación internacional es que la principal anomalía es la rentabilidad relativamente baja de la IED en Estados Unidos, aun teniendo en cuenta las citadas dificultades de medición. Este aspecto se confirma con la evidencia microeconómica, que muestra que la rentabilidad obtenida por los inversionistas extranjeros en Estados Unidos también es baja en comparación con la que perciben las empresas norteamericanas por sus inversiones internas.

... la madurez relativa de los activos y pasivos de la IED...

Diversas pruebas avalan la teoría de que los beneficios generados por nuevas inversiones crecen con el tiempo y que la IED en Estados Unidos es relativamente reciente si se compara con la inversión directa estadounidense en el exterior. Datos a nivel de empresa indican que los beneficios de las compañías de capital extranjero que operan en Estados Unidos aumentan con el paso del tiempo hasta niveles cercanos a los de las empresas estadounidenses locales, reflejo de una relación general positiva entre los beneficios obtenidos y la antigüedad de la inversión, captada en estudios microeconómicos. Además, ha quedado ampliamente demostrado que, al menos hasta la década de los 80, el saldo de la inversión directa estadounidense en el exterior databa de fechas anteriores al correspondiente



saldo de IED en Estados Unidos (véase el Gráfico V.11), algo que podría explicarse en parte por la inversión estadounidense en Europa tras la Segunda Guerra Mundial. Por otra parte, el rápido incremento en los años 80 de nuevas inversiones en el saldo de IED en Estados Unidos indica que la antigüedad media de dicho saldo podría haber disminuido, con lo que el diferencial de rentabilidad parece haberse ampliado durante el periodo.

A partir de los años 80, el saldo de activos y pasivos ha ido creciendo a tasas muy similares, lo que sugiere que la antigüedad media de la IED en Estados Unidos debería estar convergiendo con la de la inversión directa estadounidense en el exterior, lo que implicaría un estrechamiento en el diferencial de rentabilidad. Aunque el diferencial de rentabilidad ha disminuido hasta niveles próximos a su promedio histórico, no hay indicios de que siga reduciéndose, lo que pone de relieve que la madurez de las inversiones sólo explicaría en parte el diferencial de rentabilidad. Además, no parece haber una relación sólida entre la rentabilidad y la antigüedad de los saldos de IED, utilizando datos de sección cruzada de países.

... y el arbitraje impositivo

Los tramos del impuesto de sociedades podrían incentivar a las empresas de capital extranjero radicadas en Estados Unidos a desviar sus beneficios al exterior, con lo que declararían menos flujos de rentas por su IED en Estados Unidos. Los beneficios de la filial estadounidense de una compañía extranjera podrían pasarse a su sociedad matriz, por ejemplo, pagando precios elevados al importar desde su matriz o cobrando precios reducidos al exportar a ella. El uso de esta transferencia de precios entre empresas del mismo grupo reduciría el importe declarado de los flujos de rentas percibidos por los propietarios de la IED en Estados Unidos, al tiempo que incrementaría el valor del comercio intragrupo de bienes y servicios. Por consiguiente, no existirían efectos netos sobre la balanza por cuenta corriente.

En algunos aspectos, esta cuarta hipótesis parece explicar en parte dicha situación. Aunque apenas hay pruebas directas sobre el uso de estos precios de transferencia para minimizar la carga impositiva, la evidencia sugiere su utilización en las empresas. Además, los incentivos para que las empresas de capital extranjero radicadas en Estados Unidos traspasen beneficios a sus sociedades matrices parecen haber aumentado con el tiempo. Desde finales de los años 80, el gravamen medio para el impuesto de sociedades en el conjunto de los países industrializados se ha ido reduciendo progresivamente, mientras que en Estados Unidos se ha mantenido prácticamente constante, siendo en la actualidad uno de los más elevados. En términos bilaterales, la diferencia entre los tramos del impuesto de sociedades puede ser muy amplia y suele señalarse como uno de los factores que explican el rápido aumento de los flujos de entrada de IED en países como Irlanda. Por último, hay pruebas de que los beneficios reinvertidos declarados, que son un componente fundamental de las rentas obtenidas por las inversiones directas estadounidenses en el exterior pero no de las rentas de IED en Estados Unidos, dependen en cierta medida de consideraciones impositivas.

En resumen, a pesar de que la rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior es elevada, la ventaja de la que goza la IED de

Estados Unidos se basa fundamentalmente en que los extranjeros parecen estar obteniendo menos rentabilidad por sus inversiones directas en ese país. Las dos explicaciones más plausibles de este hecho descansan en que la IED en Estados Unidos es relativamente reciente y en que hay incentivos impositivos para minimizar los beneficios declarados en Estados Unidos. No obstante, los datos disponibles no permiten cuantificar la importancia relativa de estos dos factores.

*La sostenibilidad de la posición externa estadounidense*

No es probable que la balanza de rentas mantenga su superávit

Cabe preguntarse si es probable que, en el futuro, el deterioro de la posición externa estadounidense por su elevado déficit comercial quede compensado por el superávit de su balanza de rentas y por los efectos de valoración positivos. Los dos trimestres de 2005 en los que la balanza de rentas fue

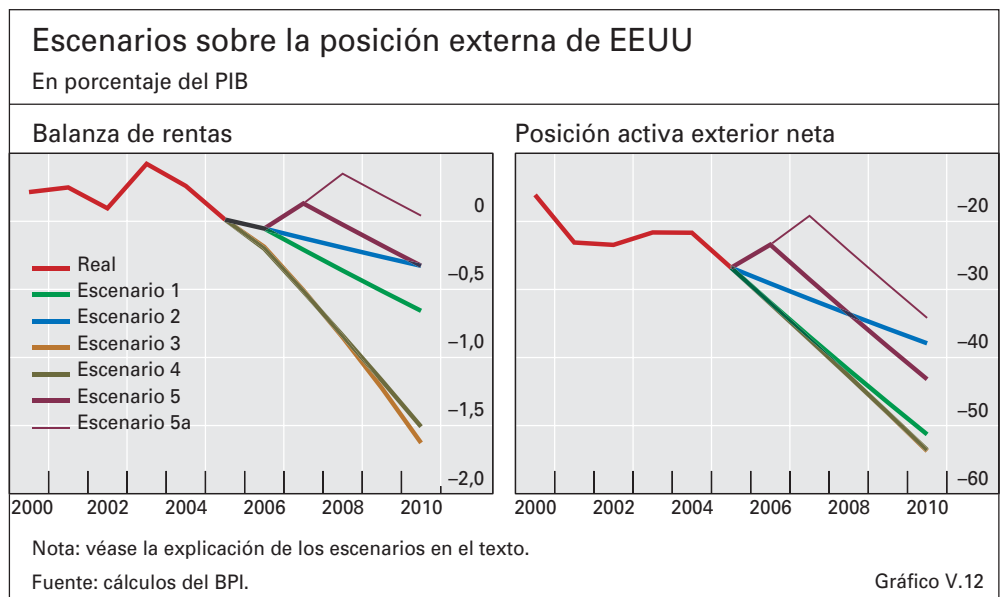
Posición de EEUU frente al exterior						
En porcentaje del PIB (rentabilidad en porcentaje)						
	2005 <sup>1</sup>	Escenarios para 2010				
		1	2	3	4	5
<b>Supuestos</b>						
Balanza comercial	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
<b>Rentabilidad de:</b>						
Activos IED	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
Pasivos IED	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
Activos inversión de cartera en renta variable	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Pasivos inversión de cartera en renta variable	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Activos renta fija <sup>2</sup>	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
Pasivos renta fija <sup>2</sup>	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
<b>Resultados</b>						
Balanza de rentas	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Posición acreedora neta frente al exterior	-26,8	-51,3	-37,9	-53,7	-53,6	-43,2
Activos	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Pasivos	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
IED	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
Inversión de cartera en renta variable	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
Renta fija <sup>2</sup>	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5
<p>Nota: Al asumir que los saldos de activos y pasivos aumentan según lo hace el PIB nominal se asegura que la relación entre estos saldos y el PIB permanece constante, <i>ceteris paribus</i>. Sin embargo, este supuesto no garantiza la ecuación contable según la cual la posición neta en activos de un periodo coincide con la del periodo anterior más el saldo de la balanza por cuenta corriente y los efectos de valoración. Así pues, para que dicha condición se cumpla, la diferencia entre las posiciones netas en activos frente al exterior obtenidas con el supuesto de referencia y la relación contable en cada periodo se suma a la posición neta de referencia en activos exteriores. En concreto, esta diferencia se asigna a las cuatro clases de pasivo en proporción a su participación en el total de pasivos en 2004. Si se hubiera utilizado una asignación diferente, la evolución de la balanza de rentas sería distinta.</p> <p><sup>1</sup> Datos actuales para la balanza comercial, la balanza de rentas y la rentabilidad de los activos y pasivos por inversión extranjera directa. El resto de rentabilidades se basa en valores de 2004.</p> <p><sup>2</sup> Incluye inversión de cartera en renta fija y otras inversiones.</p>						
Fuente: cálculos del BPI.						Cuadro V.4

negativa sugieren que la posición externa estadounidense podría estar cerca del punto en que los ingresos percibidos por rentas de los activos no sean suficientes para compensar los pagos realizados por rentas. La respuesta a la cuestión planteada depende, en términos más generales, de la evolución de los saldos activos y pasivos exteriores, de la trayectoria de sus rentabilidades y del grado en que las fluctuaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos se traduzcan en efectos de valoración. El análisis de cinco escenarios diferentes permitirá examinar a continuación cómo afecta cada uno de estos factores a la posición externa neta y a la balanza de rentas.

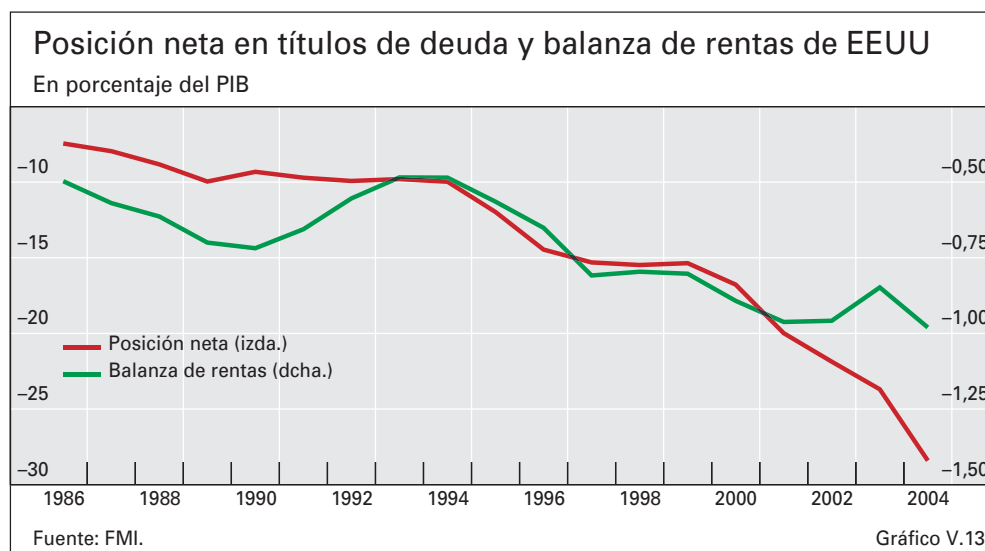
Como punto de partida del análisis, el primer escenario presupone que las cifras de la balanza comercial, la balanza de transferencias corrientes y la remuneración de los asalariados —en porcentaje del PIB— permanecen constantes en sus valores de 2005 y que las rentabilidades no varían (véase el Cuadro V.4). Se asume que el PIB nominal de Estados Unidos crece al 5,5% anual, cifra cercana el crecimiento medio durante los últimos diez años. También se asume que el saldo de activos y pasivos exteriores crece según lo hace el PIB nominal. Además, se han realizado ajustes para garantizar que las variaciones en la posición neta en activos frente al exterior son consistentes con el valor de la balanza por cuenta corriente en cada periodo. El resultado de este primer escenario es que la posición deudora neta agregada frente al exterior pasa de representar menos del 25% del PIB en 2004, hasta situarse por encima del 50% en 2010 (véase el Gráfico V.12). La balanza neta de rentas pasaría a registrar déficit a partir de 2006, alcanzando el 0,7% del PIB en 2010.

El segundo escenario analiza la sensibilidad de la posición externa estadounidense a una mejora del déficit comercial, que constituye la rúbrica predominante en el déficit por cuenta corriente. Se asume que el déficit comercial disminuye desde el 5,8% hasta el 3% del PIB en 2006 y posteriormente permanece constante. Esta modificación tiene un efecto de primera magnitud: en comparación con el primer escenario, el deterioro de

Importancia de la trayectoria del déficit comercial







la posición deudora neta frente al exterior es más lento y no llega a superar el 40% del PIB en 2010. También se observa una mejora en la balanza de rentas, que llegaría al  $-0,3\%$  del PIB en 2010.

El tercer escenario examina cómo afecta a la posición externa las variaciones de la rentabilidad a raíz de cambios en los tipos de interés. En periodos en los que los tipos de interés oficiales se sitúan por debajo de su promedio, los pagos por rentas suelen crecer menos rápido que el saldo de los pasivos por inversiones de cartera en renta fija (véase el Gráfico V.13). En cambio, durante un ciclo monetario contractivo, como el iniciado a mediados de 2004 en Estados Unidos, es probable que aumente la rentabilidad en esta categoría de activos. Además, es previsible que acabe desapareciendo la presión bajista sobre las rentabilidades procedente de la elevada demanda de activos líquidos y seguros por parte de los bancos centrales asiáticos.

A diferencia del primer escenario, en el tercero se permite que las rentabilidades de los activos y pasivos de renta fija aumenten 0,4 puntos porcentuales cada año hasta 2010. La modificación introducida descansa en la correlación histórica entre los tipos de interés estadounidenses y las rentabilidades de los pasivos por inversiones de cartera en renta fija, así como en los aumentos observados hasta ahora en el tipo de interés de los fondos federales. Los resultados obtenidos sugieren que un aumento en la rentabilidad de la deuda tiene un efecto negativo significativo en la balanza de rentas, situando su déficit en el 1,6% del PIB en 2010 —frente al 0,7% del primer escenario—, y acentúa el deterioro de la posición neta en activos frente al exterior.

El cuarto escenario ilustra el efecto que tendría un cambio en la evolución de las rentabilidades de la IED. El análisis precedente sugiere la existencia de dos factores que podrían ser fundamentales para la rentabilidad de la IED en el futuro. El primero de ellos es que la antigüedad del saldo de la IED en Estados Unidos cada vez es mayor, con lo que podría aumentar la rentabilidad de sus pasivos. El segundo factor radica en el incremento paulatino del tipo impositivo para sociedades en Estados Unidos en comparación con

Importancia de la evolución de las rentabilidades

el resto de países industrializados. Ello implicaría que los incentivos para traspasar beneficios desde Estados Unidos hacia el exterior están, en todo caso, aumentando, pudiendo inducir un efecto negativo que contrarreste la rentabilidad de la IED en ese país. Dado que este análisis no ofrece una indicación inequívoca de la evolución probable de las rentabilidades de la IED, se asume, en un escenario adverso, que éstas convergen gradualmente hacia el 6%, valor medio de la rentabilidad de los activos y pasivos en 2005 y cercano asimismo a la rentabilidad media de los activos estadounidenses por IED entre 2000 y 2004. La simulación realizada arroja deterioros de la balanza de rentas y de la posición neta en activos frente al exterior similares a los del tercer escenario.

El quinto escenario estudia cómo afecta a la posición externa de Estados Unidos los efectos de valoración. A diferencia de lo que ocurre con los pasivos exteriores de muchos otros países, los de Estados Unidos se encuentran casi en su totalidad denominados en moneda nacional, mientras que dos tercios de sus activos exteriores se denominan en moneda extranjera: aproximadamente una cuarta parte de ellos en euros, otro tanto en otras monedas europeas como la libra esterlina y el franco suizo, y una cuarta parte en dólares canadienses, monedas de países del Caribe y yenes. Este desajuste cambiario entre activos y pasivos, unido al grado de apalancamiento de su posición externa, hace que las fluctuaciones de los tipos de cambio puedan generar importantes efectos de valoración. Históricamente, Estados Unidos se ha beneficiado de dichos efectos, de tal modo que su posición neta en activos frente al exterior se ha deteriorado en menor medida de lo que cabría esperar exclusivamente a partir de su balanza por cuenta corriente.

Los efectos de valoración también podrían ser relevantes

En este escenario se asume que, debido a un efecto de valoración, los activos exteriores en porcentaje del PIB se incrementan un 10% en 2006. A falta de estimaciones precisas, existen al menos dos variables que dan una idea aproximada de la posible magnitud de las fluctuaciones de los tipos de cambio que podrían traducirse en un efecto de valoración de tales dimensiones. En primer lugar, el hecho de que las dos terceras partes de los activos se denominen en divisas indica que una depreciación uniforme del dólar estadounidense en un 15% frente a esas monedas sería consistente con el efecto de valoración supuesto, *ceteris paribus*. En segundo lugar, las correlaciones históricas apuntan a que un incremento de los activos del 10% estaría asociado con una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense en torno al 25%.

Este escenario demuestra que un efecto de valoración positivo tiene un impacto puntual favorable sobre la posición externa de Estados Unidos en comparación con el primer escenario. Aunque su ritmo de deterioro es más rápido, la balanza de rentas presenta en 2010 un resultado semejante al del segundo escenario, que asume una reducción del déficit de la balanza comercial del 3% del PIB. Sin embargo, para 2010, la posición neta en activos del quinto escenario se deteriora bastante más que en el segundo. El escenario 5a muestra el impacto que tendrían en 2006 y 2007 efectos de valoración consecutivos del 10%. Los resultados de este supuesto son lo suficientemente significativos como para asegurar que la balanza de rentas

permanece en superávit hasta 2010 y que la relación de los activos exteriores netos frente al PIB sólo se deteriora en un 10% entre 2006 y 2010.

En resumen, la condición más importante para que mejore la posición externa de Estados Unidos sería la corrección de su balanza comercial, lo cual aminoraría el ritmo de deterioro de su posición neta en activos frente al exterior. Los efectos de valoración positivos asociados con una depreciación del dólar también podrían ser relevantes, aunque su impacto sería puntual. Por ello, a menos que se repitieran, estos efectos tan sólo retrasarían el deterioro de la posición externa, sin llegar a anularlo permanentemente. Las variaciones en las rentabilidades también influyen significativamente en la balanza de rentas y en la posición neta frente al exterior. Sin embargo, dada la relación histórica entre los tipos de interés y la rentabilidad de la renta fija, es probable que sus efectos empeoren aún más la posición externa, en lugar de mejorarla.

## VI. Los mercados financieros

### Aspectos más destacados

Durante gran parte de 2005 y comienzos de 2006, los principales mercados financieros volvieron a caracterizarse por la tranquilidad y las condiciones acomodaticias, como reflejo de la sorprendente fortaleza de la economía mundial y la persistente abundancia de liquidez. El endurecimiento de la política monetaria en los países industrializados avanzados se tradujo en un aumento tan sólo gradual de las rentabilidades de la deuda a largo plazo. Durante la mayor parte del periodo examinado, los tipos de interés más altos apenas tuvieron impacto visible en los precios de otros activos, si bien a mediados de mayo de 2006 una nueva evaluación de los riesgos generó volatilidad y fuertes caídas en los mercados bursátiles y en los emergentes.

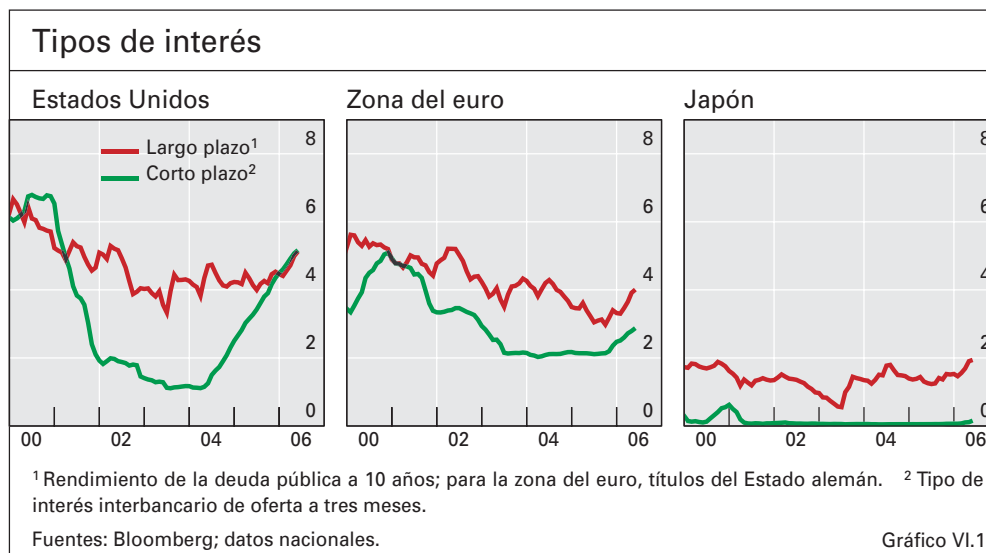
Los precios de los títulos de renta variable y los diferenciales de rendimiento se vieron favorecidos por la revisión al alza de las previsiones de crecimiento en 2005 y principios de 2006, especialmente en Japón y en Europa. La solidez de la actividad económica, en un contexto de aplanamiento de las curvas de rendimientos, llevó a muchos participantes del mercado a concluir que la información proporcionada por la pendiente de la curva podría haber perdido relevancia, mientras que otros factores distintos a las perspectivas de crecimiento a largo plazo podrían estar influyendo en las rentabilidades a largo plazo.

Los cambios en la estructura de capital de las empresas también contribuyeron a sustentar los mercados de renta variable. El pasado ejercicio fue testigo de un extraordinario repunte en el porcentaje de beneficios empresariales distribuido como dividendos, la recompra de acciones propias, y las fusiones y adquisiciones de empresas. Pese a los indicios de haberse iniciado un proceso de reapalancamiento empresarial, los diferenciales de rendimiento permanecieron estables, también debido a la preferencia de los inversionistas por el riesgo. Este fenómeno resultó especialmente evidente en los mercados emergentes, cuyos diferenciales parecieron estrecharse en 2005 y a principios de 2006 a un ritmo mayor que la mejora de las variables económicas fundamentales, que fue ciertamente notable.

### Continuidad de los reducidos rendimientos a largo plazo

Los rendimientos de la deuda pública de los países desarrollados se mantuvieron en 2005 en niveles considerablemente bajos, a pesar de las continuas subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, los indicios de un endurecimiento inminente de la política monetaria en la

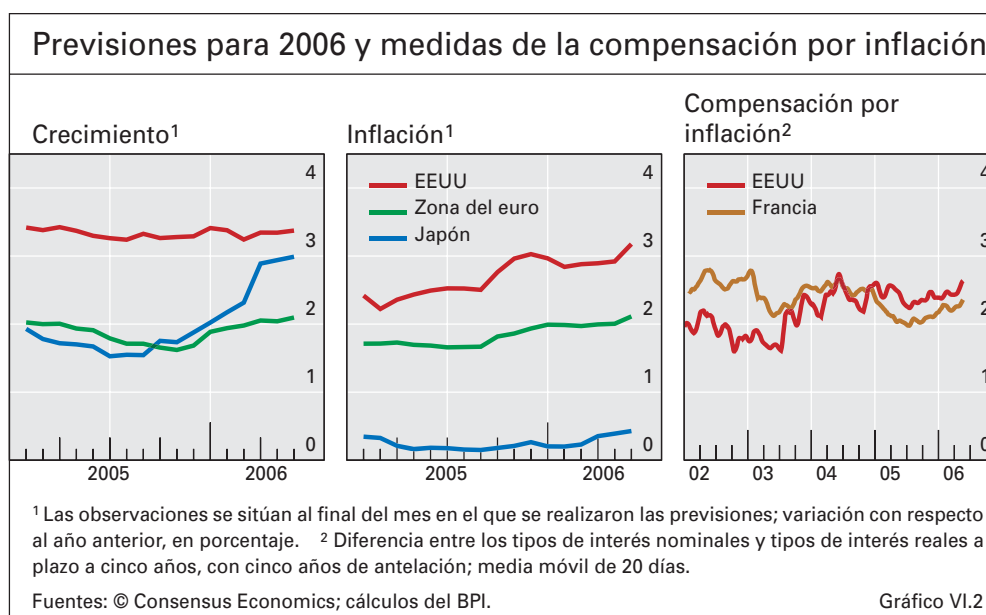
Continuidad de los reducidos rendimientos de la deuda pública a largo plazo...



zona del euro y la especulación creciente sobre el final de las medidas de relajación cuantitativa en Japón (véase el Capítulo IV).

... antes del episodio de ventas generalizadas de comienzos de 2006

Los rendimientos a largo plazo en los países del G-3 finalmente comenzaron a subir de manera gradual a partir de mediados de enero de 2006 (véase el Gráfico VI.1). Al mismo tiempo, se despejó la preocupación por la posible debilidad del crecimiento previsto y se revisaron al alza las expectativas respecto al ritmo y la amplitud de futuras restricciones monetarias. De hecho, las previsiones de crecimiento para 2006 mejoraron para la zona del euro durante el primer trimestre y muy notablemente para Japón (véase el Gráfico VI.2). Asimismo, el tono cada vez más contundente de los comunicados de los bancos centrales del G-3 acentuó el episodio de ventas masivas de bonos. Del 18 de enero al 19 de mayo, los tipos de interés del bono del Tesoro estadounidense y del *bund* alemán a 10 años subieron alrededor de 80 puntos básicos, mientras la rentabilidad de su equivalente en Japón lo hacía en torno a 50 puntos básicos.



## Aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos y en la zona del euro

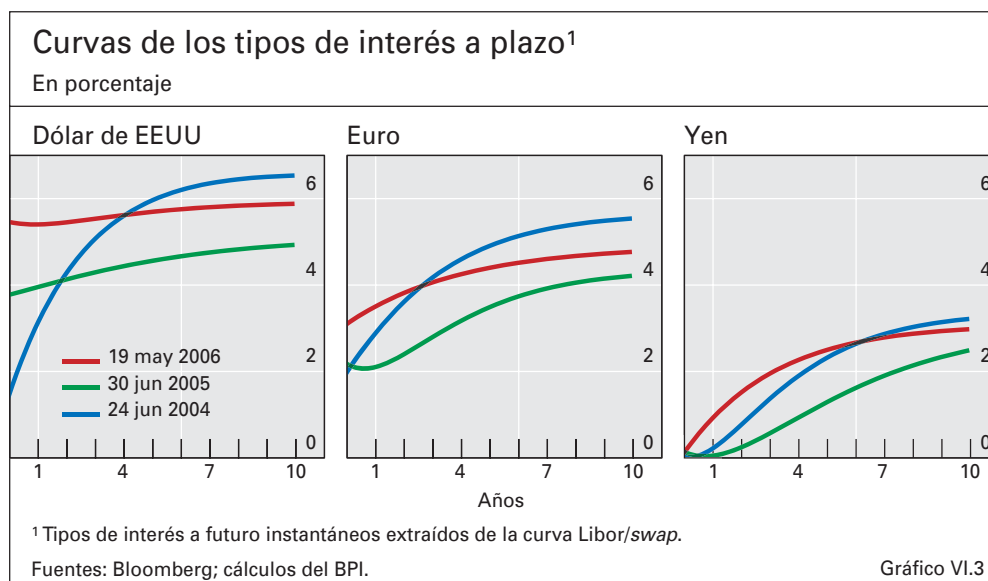
El aumento de los tipos de interés oficiales y la reducida rentabilidad de la deuda pública a largo plazo se tradujeron en un acentuado aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos durante gran parte del periodo examinado. En episodios precedentes, la inversión de la curva de rendimientos había resultado un indicador relativamente fiable de la inminencia de una recesión o de una acusada desaceleración (véase el Capítulo IV). Sin embargo, en esta ocasión, la mayoría de los participantes en el mercado interpretó la pendiente negativa de la curva de rendimientos de Estados Unidos no como un signo de desaceleración económica, sino como el efecto de factores independientes sobre los rendimientos a largo plazo (véase más adelante). El diferencial entre los tipos de interés de los bonos a dos y 10 años disminuyó desde alrededor de 30 puntos básicos a finales de junio de 2005, hasta niveles próximos a cero a comienzos de enero de 2006.

El aplanamiento de la curva no se interpretó como un indicio de desaceleración

Los factores asociados a las perspectivas de crecimiento que hicieron descender los rendimientos en Estados Unidos fueron puramente transitorios, destacando el huracán Katrina a finales de agosto. Por aquellas fechas, los tipos de interés a dos años disminuyeron casi 40 puntos básicos en el plazo de tres días y los tipos de interés a más largo plazo lo hicieron en torno a 20 puntos básicos, al revisar los participantes del mercado sustancialmente a la baja la probabilidad de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. No obstante, tras constatarse que el impacto del huracán sobre el crecimiento económico y la consiguiente política monetaria fue mucho menor de lo previsto, la curva de rendimientos, tanto en sus tramos cortos como largos, retornó en el plazo de un mes a sus niveles previos a la tormenta.

Los efectos del huracán Katrina fueron transitorios

Si bien el aplanamiento de la curva de rendimientos se observó también en otros mercados, no se trató sin embargo de un fenómeno universal. Por ejemplo, en la zona del euro la pendiente de la curva se aplanó en 2005, aunque la continuidad de los bajos tipos de interés oficiales impidió que se



invertiera (véase el Gráfico VI.3). En Japón, en cambio, la curva se arqueó al permanecer los tipos de interés oficiales próximos a cero, mientras que los de medio plazo aumentaron ante los crecientes indicios de remisión de las presiones deflacionistas y los rumores de que en pocos años se habría materializado un ciclo restrictivo.

#### *Expectativas de inflación contenidas*

Las expectativas de inflación permanecieron contenidas pese al encarecimiento de la energía

Los rendimientos a largo plazo permanecieron bajos en 2005, en parte debido a las expectativas de inflación a largo plazo, que permanecieron contenidas pese a la solidez general del crecimiento económico y al continuo incremento de los precios de la energía durante el periodo analizado. Ciertamente, tras el paso del huracán Katrina y las acusadas subidas de los precios de los productos refinados del petróleo en el otoño de 2005, los analistas revisaron notablemente al alza sus previsiones de inflación a corto plazo, especialmente en Estados Unidos (véase el Gráfico VI.2). Sin embargo, las medidas de la compensación por inflación obtenidas a partir de los rendimientos nominales y reales a plazo de la deuda pública apenas variaron en los vencimientos más largos, en parte como reflejo de la elevada credibilidad de la que sigue gozando la política monetaria (véase el Capítulo IV).

Los tipos de interés reales crecieron más que la prima por inflación a comienzos de 2006

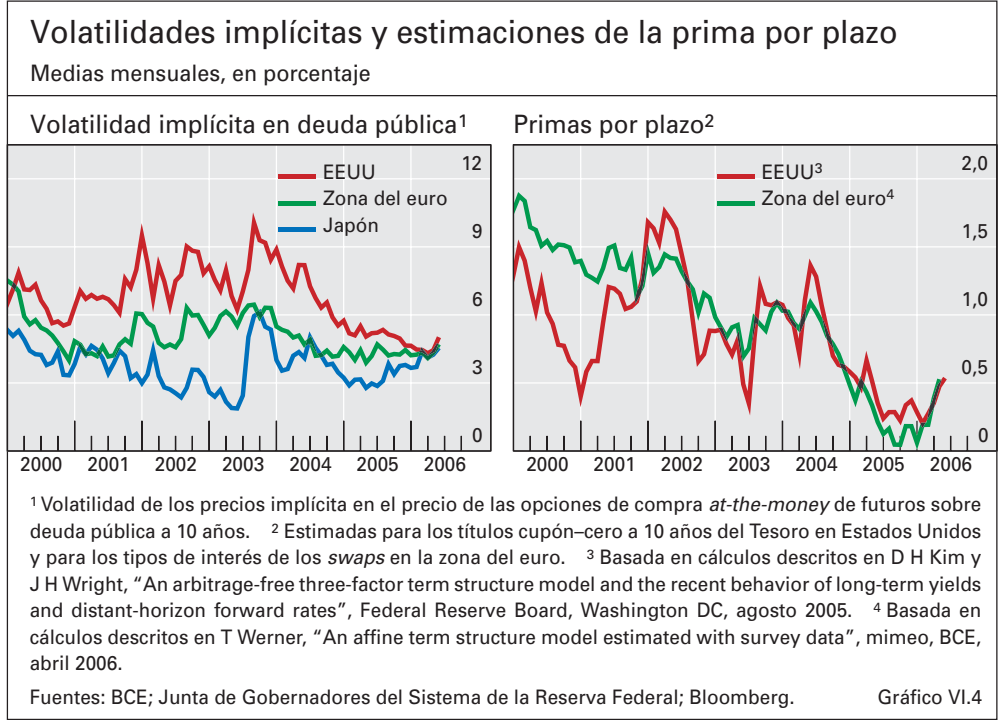
Pese a la notable alza de los rendimientos nominales a comienzos de 2006, los cambios en las expectativas de inflación no fueron el factor dominante. Comparando el rendimiento de los títulos del Tesoro estadounidense nominales con el de los valores indexados a la inflación, se observa que casi dos tercios del incremento de la rentabilidad nominal del bono estadounidense a 10 años entre mediados de enero y mediados de mayo obedeció a tipos de interés reales más altos, y no a una mayor compensación por la inflación. En el caso de la zona del euro, casi el 90% de la subida registrada en los primeros meses de 2006 se debió a los mayores tipos de interés reales.

El escaso efecto de la revisión de las expectativas de inflación sobre las rentabilidades a largo plazo viene avalado también por otros datos. En concreto, dada la gran frecuencia con la que se dan a conocer los índices de precios, la publicación de datos inesperados ha solido tener un menor impacto sobre los rendimientos a largo plazo que otras “sorpresas” estadísticas. Por ejemplo, la mayor subida en un solo día de los rendimientos del bono estadounidense a 10 años (14 puntos básicos) se produjo el 1 de julio de 2005, al conocerse los datos inesperadamente positivos de manufacturas de la encuesta de directores de compras (ISM), junto con indicios de mejora en la confianza de los consumidores. Igualmente, algunas de las mayores caídas diarias de las rentabilidades tendieron a asociarse con sorpresas negativas en los datos de crecimiento.

#### *Volatilidades y primas por plazo reducidas*

Las menores primas por plazo podrían explicar el aplanamiento de las curvas

Las bajas rentabilidades a largo plazo y el aplanamiento de las curvas de rendimientos podrían reflejar asimismo las menores primas de riesgo exigidas por mantener instrumentos a largo plazo. Las curvas de rendimiento incorporan primas de riesgo para cada vencimiento —denominadas primas



por plazo— que introducen un diferencial entre los tipos de interés a plazo para cada vencimiento y la senda de tipos de interés a corto plazo prevista por los mercados. Un descenso de estas primas podría obedecer ya sea a un menor riesgo percibido sobre la evolución de los tipos de interés a corto plazo en el horizonte de largo plazo, o bien a un mayor apetito de los inversionistas por dicho riesgo, o a ambos motivos a la vez.

Sin duda, hay datos que a primera vista parecen corroborar la influencia de la disminución de las primas por plazo en los últimos años. Para empezar, las volatilidades implícitas de los tipos de interés a largo plazo han ido reduciéndose en general desde mediados de 2003, situándose a principios de 2006 en niveles muy reducidos tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, en línea con la trayectoria de la volatilidad histórica observada durante el periodo (véase el Gráfico VI.4). La excepción fue Japón, donde se registró una subida moderada de las volatilidades observadas e implícitas a partir de 2005, en un contexto de expectativas de mayor crecimiento económico y del consiguiente fin de la política de relajación cuantitativa. Aun así, ambas volatilidades permanecieron muy por debajo de los niveles alcanzados durante el episodio de ventas generalizadas en el mercado de bonos en 2003.

Los modelos actuales sobre la curva de rendimientos incorporan técnicas que permiten diferenciar los componentes del rendimiento de la deuda que se deben a las primas por plazo de aquellos que obedecen a las previsiones sobre la evolución de los tipos de interés a corto plazo. Las estimaciones actualizadas de un reciente estudio publicado por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal sugieren que las primas por plazo implícitas en los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años denominados en dólares se redujeron unos 100 puntos básicos entre mediados de 2004, cuando empezaron a subir los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, y finales



de 2005 (véase el Gráfico VI.4), seguido de una moderada corrección en los primeros meses de 2006. Un estudio semejante elaborado por el BCE estima una caída similar de las primas por plazo de los tipos de interés en euros a 10 años. Ambos estudios encuentran que las reducciones de las primas por plazo son más pronunciadas para los vencimientos más largos, lo que resulta coherente con el aplanamiento de la curva de rendimientos observado en el periodo. Sin duda, las estimaciones de las primas por plazo presentan limitaciones, como una notable incertidumbre sobre su exactitud y una elevada sensibilidad al tamaño y periodo muestrales. Con todo, la mayoría de los restantes estudios sobre el tema también sugieren un cierto descenso de las primas por plazo en los últimos años.

Menores primas por plazo pueden reflejar mejores variables fundamentales o factores estructurales

La disminución de las primas por plazo podría haber obedecido a la percepción de mayor estabilidad de las variables macroeconómicas fundamentales, como el crecimiento y la inflación, y por ende a la percepción de menores riesgos en la tenencia de valores a largo plazo. La disminución de la volatilidad histórica de los tipos de interés a largo plazo antes mencionada resulta congruente con una moderación de los riesgos. La mayor transparencia y credibilidad de la política monetaria, especialmente en la medida en que refleje cambios permanentes en sus procedimientos operativos, bien podría haber jugado un papel relevante en esta evolución.

También podrían haber influido factores de demanda estructural, como las compras de bonos a largo plazo por parte de fondos de pensiones y compañías de seguros, así como la acumulación de reservas por los bancos centrales de Asia oriental y de numerosos países exportadores de petróleo. El grado en que estos factores de demanda puedan estar contribuyendo a unos bajos tipos de interés a largo plazo tiene importantes repercusiones para la gestión de la política monetaria (véase el Capítulo IV).

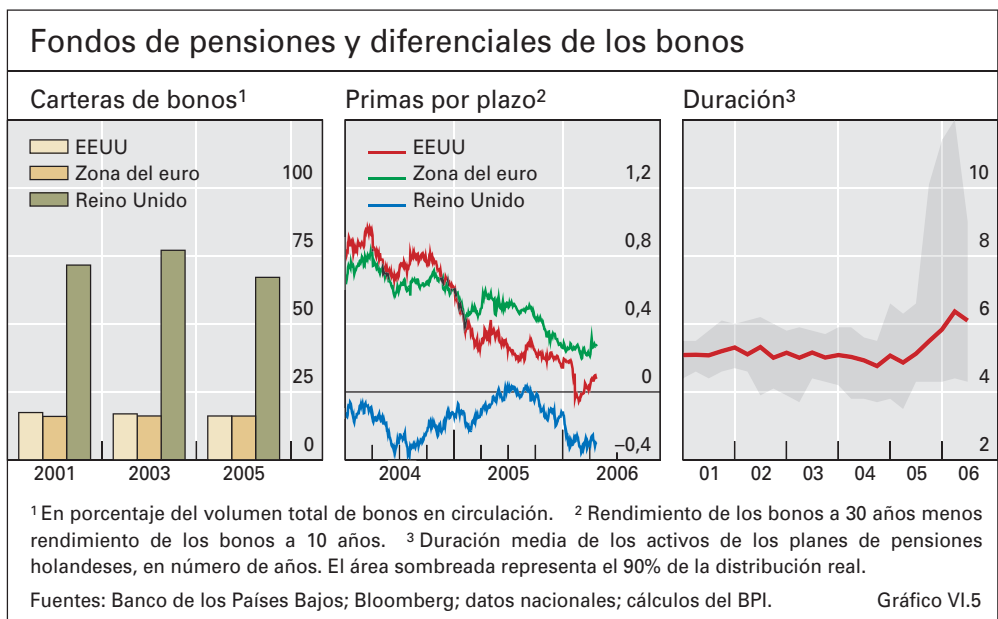
#### *Demanda institucional: fondos de pensiones y compañías de seguros*

La gestión de activos y pasivos...

Los avances en la gestión del riesgo y los cambios de los marcos contables y normativos en numerosos países han alentado a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros a reducir el desajuste en la duración de sus activos y pasivos en los últimos años (véase el Capítulo VII).

... ha incidido en las rentabilidades a largo plazo en libras esterlinas...

Aunque el tamaño de las carteras de bonos de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros en relación con el volumen total de bonos en circulación se ha mantenido llamativamente estable (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.5), la disminución del diferencial entre los bonos a 30 y 10 años en numerosas economías avanzadas sugiere un posible cambio en la composición de esas carteras en favor de activos con vencimientos más largos (véase el panel central del Gráfico VI.5). Este reajuste parece haber sido particularmente acusado en el Reino Unido, donde el diferencial de rentabilidad entre vencimientos ha sido negativo durante algún tiempo. Este hecho está en consonancia con informes que indican que la adopción de estrictos requisitos de capitalización mínima y la aplicación de la norma contable NIIF 17 han inducido fuertes compras de bonos a muy largo plazo por parte de los fondos de pensiones británicos conforme se han reducido las rentabilidades, provocando descensos adicionales.



Con todo, no está claro en qué medida la experiencia británica podría extrapolarse a otros países, dadas las diferencias existentes en los marcos normativos y contables, así como en los niveles de capitalización de los fondos de pensiones. En los Países Bajos, por ejemplo, el fondo de pensiones típico incrementó la duración de sus activos de cinco a seis años y medio tras las reformas aprobadas en el otoño de 2004 (véase el panel derecho del Gráfico VI.5), aunque con notorias diferencias entre fondos. En algunos, la duración de los activos casi se duplicó, mientras que en otros apenas varió. Estas divergencias podrían deberse a que los niveles de capitalización de los fondos de pensiones neerlandeses tienden a ser bastante superiores al mínimo exigido, lo que se traduce en una considerable flexibilidad a la hora de gestionar el riesgo de tipo de interés.

... pero sus efectos han sido menos palpables en otros países

La tendencia hacia marcos de valoración más acordes con los criterios de mercado también dio muestras durante el periodo analizado de haber perdido algo de impulso. El aplazamiento hasta 2007 de la aplicación íntegra de la reforma del sistema neerlandés de pensiones puede haber contribuido a una reducción moderada —de medio año— de la duración media de los activos de los fondos de pensiones en ese país. Por otra parte, el Congreso de Estados Unidos aprobó a finales de 2005 una reforma de los requisitos de capitalización mínima. Sin embargo, el rigor de la reforma acabó siendo notablemente inferior al de la propuesta inicial, pudiendo haber contribuido a un repunte del diferencial entre los bonos del Tesoro estadounidense a 30 y 10 años a comienzos de 2006, puesto que los operadores que habían especulado a favor de una mayor presión compradora ejercida por los fondos de pensiones presumiblemente deshicieron sus posiciones en bonos a largo plazo. Asimismo, también se vieron limitados los incentivos para que los fondos de pensiones compraran bonos a largo plazo a comienzos de 2006, debido al aumento de las cotizaciones bursátiles y de la rentabilidad de los títulos de deuda, que mejoraron el nivel de capitalización de muchos fondos de pensiones, al menos de forma transitoria.

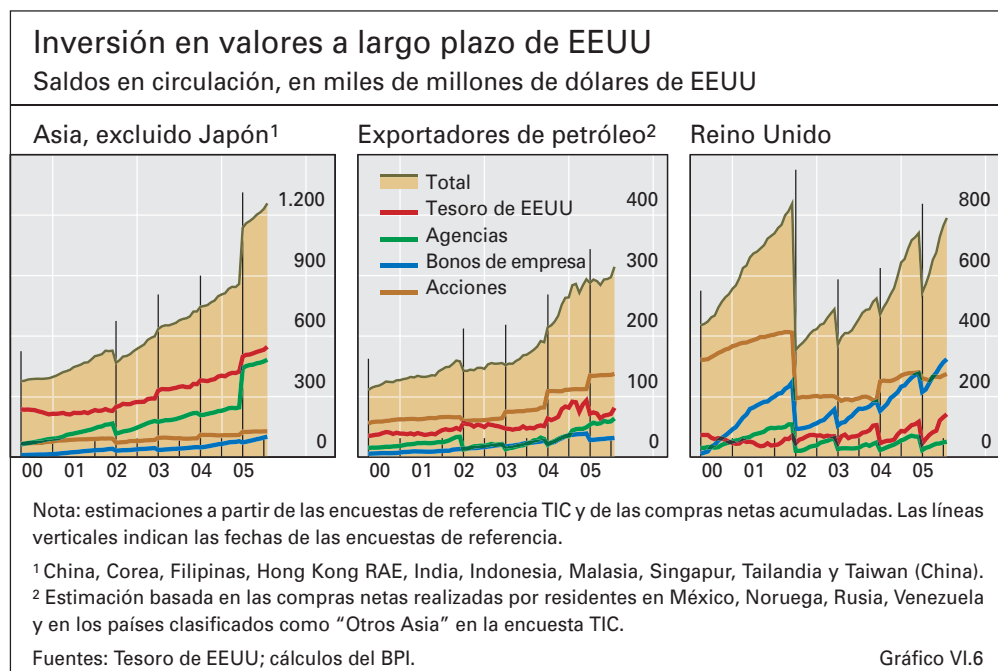
*Demanda externa: las reservas asiáticas y los petrodólares*

La demanda de títulos de EEUU estuvo impulsada por los superávits en Asia...

Otro motivo citado con frecuencia para explicar el descenso de las primas por plazo en Estados Unidos es la intensa demanda externa de valores estadounidenses. Gobiernos y bancos centrales extranjeros —particularmente asiáticos— han continuado canalizando fondos hacia títulos emitidos por el Tesoro y por otras agencias semipúblicas de Estados Unidos, básicamente como resultado de su intervención en los mercados de divisas. De hecho, numerosas pruebas empíricas muestran que los mercados financieros responden ante los anuncios que pueden señalar cambios en las preferencias del sector oficial por valores denominados en dólares estadounidenses. Por ejemplo, los rendimientos de los títulos a 10 años denominados en dólares subieron casi 10 puntos básicos en apenas unas horas tras el anuncio de la revaluación del renminbi el 21 de julio de 2005, al anticipar algunos agentes del mercado un descenso sustancial de la demanda de valores estadounidenses.

Pese a la notable desaceleración en la acumulación de reservas en Japón en 2005, China y otras economías emergentes de la región Asia-Pacífico continuaron ampliando sus reservas a buen ritmo durante el año pasado y en los primeros meses de 2006 (véase el Capítulo V). Gran parte de este aumento se invirtió en valores de Estados Unidos. Como ilustra el panel izquierdo del Gráfico VI.6, los datos preliminares basados en la encuesta del Technical Issues Committee (TIC) de Estados Unidos indican un fuerte crecimiento en 2005 de las tenencias de valores estadounidenses a largo plazo por residentes (tanto públicos como privados) de países asiáticos (excluido Japón). Las tenencias conjuntas de estos inversionistas ascendieron desde algo más de 800.000 millones de dólares a finales de 2004 hasta una cifra estimada de 1,25 billones de dólares a comienzos de 2006.

La reinversión por los países exportadores de petróleo de los ingresos procedentes del crudo se ha apuntado también como un factor de demanda



de los valores de Estados Unidos. Se estima que los ingresos netos del petróleo percibidos por los principales exportadores (los miembros de la OPEP, junto con México, Noruega y Rusia) ascendieron a 676.000 millones de dólares en 2005, con una previsión para 2006 de casi 750.000 millones. Una fracción relativamente pequeña de estos ingresos se ha invertido directamente en valores estadounidenses. Las estimaciones basadas en los datos de la encuesta TIC indican que los exportadores de crudo canalizaron en torno al 20% de sus ingresos del petróleo acumulados entre junio de 2002 y junio de 2005 (concretamente, 200.000 millones de dólares de un total de 1,2 billones) hacia títulos de Estados Unidos a corto y largo plazo. Aunque el acopio de valores estadounidenses a largo plazo creció con fuerza hasta 2004, tan sólo aumentó en 33.000 millones de dólares en 2005, es decir, el 8% de los ingresos del petróleo acumulados en el año.

... y el reciclaje de los ingresos del petróleo

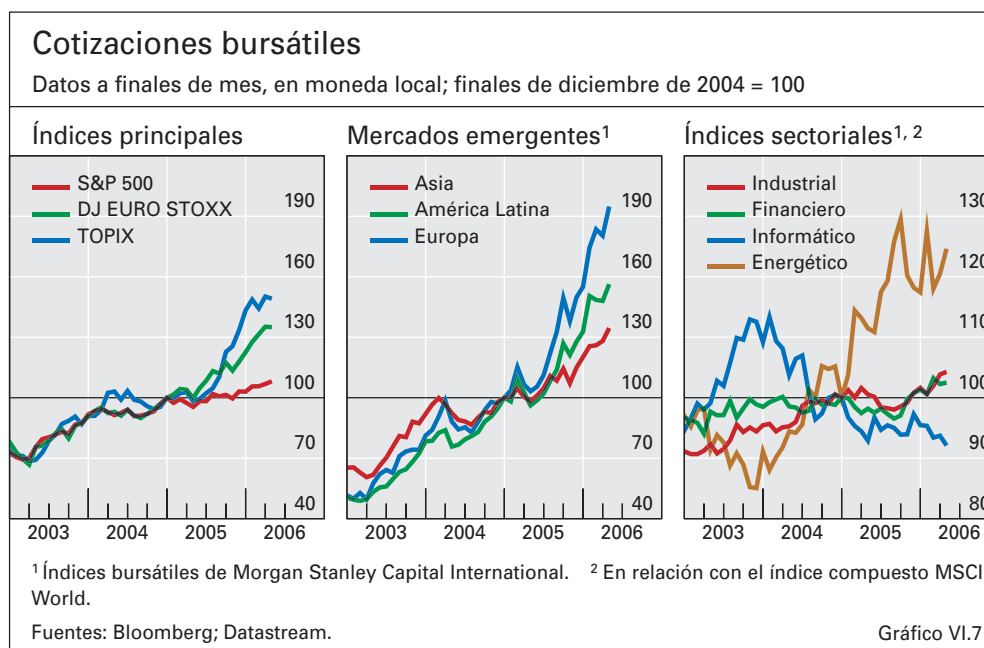
Con todo, estas estimaciones de la inversión de residentes asiáticos y países exportadores de petróleo en valores denominados en dólares estadounidenses subestiman casi con total seguridad su posición agregada, puesto que estos inversionistas suelen comprar valores a través de terceros en Londres u otros centros financieros situados fuera de Estados Unidos. Es cierto que las encuestas TIC de referencia intentan reasignar las compras realizadas a través de terceros al país de residencia del comprador último, lo que suele traducirse en caídas pronunciadas de las tenencias estimadas de valores estadounidenses a largo plazo por parte de residentes en el Reino Unido y, ocasionalmente, en incrementos de las tenencias estimadas en manos de inversionistas asiáticos (véase el Gráfico VI.6). Sin embargo, las posiciones de estos inversionistas en valores de Estados Unidos podrían ser superiores a las estimadas por las encuestas de referencia, en la medida en que éstos inviertan en fondos de cobertura o inversión libre (*hedge funds*) u otros vehículos de inversión que colocan fondos en títulos estadounidenses.

La inversión se canaliza a través del Reino Unido

## Los mercados bursátiles se mostraron indiferentes a los incrementos de tipos de interés

El auge de los mercados de renta variable mundiales iniciado a principios de 2003 continuó a buen ritmo durante la mayor parte del periodo analizado. Tras los modestos resultados de 2004, mercados de todo el mundo registraron ganancias de dos dígitos en 2005, que en muchos de ellos se prolongaron durante los primeros meses de 2006, para volver a caer a mediados de mayo. Los mejores resultados correspondieron a los mercados emergentes, como ilustra el caso de Europa oriental con una escalada del 55% en términos de moneda local durante 2005 y un aumento adicional del 15% en los cinco primeros meses de 2006, pese a la fuerte caída a mediados de mayo (véase el Gráfico VI.7). Las principales bolsas también registraron grandes avances, destacando la fuerte revalorización del 44% observada en los mercados japoneses en 2005, antes de que los aumentos se moderaran en los primeros meses de 2006. Por el contrario, el mercado estadounidense, con ganancias de tan sólo el 4% entre comienzos de 2005 y mediados de mayo de 2006, fue a la zaga de la mayoría del resto de mercados.

Cotizaciones bursátiles al alza...



*Las perspectivas macroeconómicas respaldaron la revalorización de los títulos de renta variable*

... como reflejo del robusto crecimiento económico

La inesperada solidez de la economía mundial propició la subida de los precios de los títulos de renta variable (véase el Capítulo II). La mejora de las perspectivas económicas en Japón y en la zona del euro hizo que los inversionistas revisaran al alza sus expectativas de beneficios. En Japón, el estímulo vino también de la confianza en la adopción de reformas estructurales y la opinión generalizada de que la banca había solventado en buena medida los problemas de sus carteras de préstamos incobrables. También en las economías de mercado emergentes se revisaron al alza las expectativas de beneficios, reforzándose en muchas de ellas la confianza de los inversionistas merced a los altos precios de las materias primas. De hecho, las mayores revalorizaciones se registraron en países exportadores de petróleo como Rusia, donde las cotizaciones se duplicaron con creces a lo largo del año pasado.

Escasa correlación entre flujos de capital y rentabilidades bursátiles

El avance de los mercados bursátiles emergentes coincidió con entradas masivas de capital extranjero (véase el Capítulo III). Sin embargo, no se apreció durante el periodo una relación clara entre el volumen de la inversión extranjera de cartera y la evolución del mercado bursátil, tanto si se analizan las regiones geográficas como los países individuales. La correlación de sección cruzada entre los flujos de inversión de cartera y los rendimientos mensuales en moneda local fue prácticamente nula, con independencia de si el cómputo de los flujos de entrada se mide en términos absolutos o en porcentaje de la capitalización bursátil del país receptor. La debilidad de esta relación podría obedecer a que, pese a la fuerte demanda de renta variable de países emergentes, la oferta de estos valores también fue elevada. Esta explicación está en consonancia con el anuncio de emisiones internacionales de acciones por parte de empresas de economías emergentes asiáticas por un importe total de

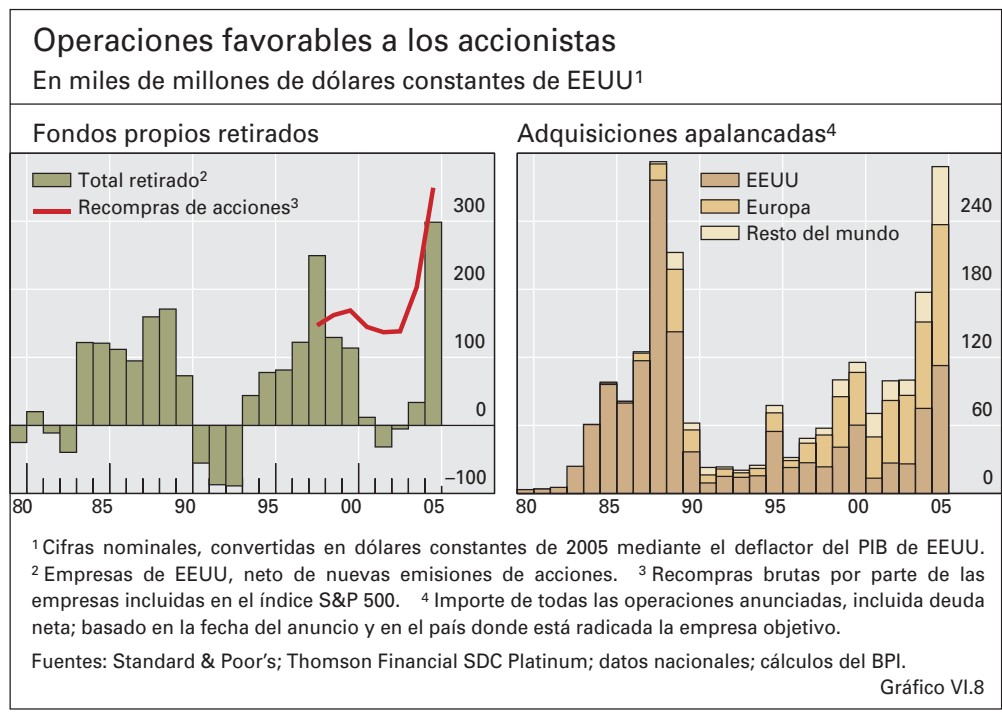
57.000 millones de dólares en 2005, frente a los 34.000 millones del año anterior.

En Estados Unidos, el entorno macroeconómico propició un auge de los títulos de renta variable inferior al de otros países, puesto que la valoración de las acciones ya incluía expectativas generalizadas de sólido crecimiento económico. El proceso de endurecimiento de la política monetaria posiblemente influyó en los escasos rendimientos de las acciones estadounidenses, aunque sus efectos se vieron amortiguados por tratarse de medidas ampliamente anticipadas que se tradujeron sólo de forma gradual en mayores rentabilidades a largo plazo. El paso de huracanes extremadamente devastadores por la costa estadounidense del Golfo de México perturbó los mercados en septiembre de 2005, si bien las cotizaciones se recuperaron en cuanto se hizo patente el carácter transitorio de sus efectos sobre el crecimiento económico del país.

*Aceleración del reapalancamiento y de las fusiones empresariales*

Los cambios en la estructura de capital de las empresas imprimieron un estímulo adicional a los mercados bursátiles. Mientras que entre 2001 y 2004 las empresas utilizaron sus flujos de caja para consolidar sus balances, en periodos más recientes han optado por devolver parte de su tesorería a los accionistas mediante la distribución de dividendos, la recompra de acciones propias y las adquisiciones de empresas. En 2004-05, los dividendos distribuidos por las empresas del índice S&P 500 aumentaron al mayor ritmo registrado en más de una década. Las recompras de acciones propias crecieron a una tasa aún más elevada, alcanzando casi 350.000 millones de dólares para el conjunto de las empresas del citado índice en 2005 (véase el Gráfico VI.8). Como resultado de estas recompras y adquisiciones, el

Crecieron los dividendos y las recompras de acciones...



volumen total de fondos propios amortizados por empresas estadounidenses alcanzó en 2005 un nuevo máximo de 300.000 millones de dólares.

Las compañías europeas y japonesas aumentaron sus dividendos a un ritmo incluso superior al de las empresas estadounidenses. Las altas tasas de crecimiento de los dividendos pueden haber reforzado la confianza de los inversionistas, al señalar que los equipos directivos de las empresas preveían el mantenimiento de altas tasas de crecimiento de los beneficios. También se registraron recompras de acciones propias por parte de empresas europeas y japonesas, aunque a menor escala que en el caso de Estados Unidos.

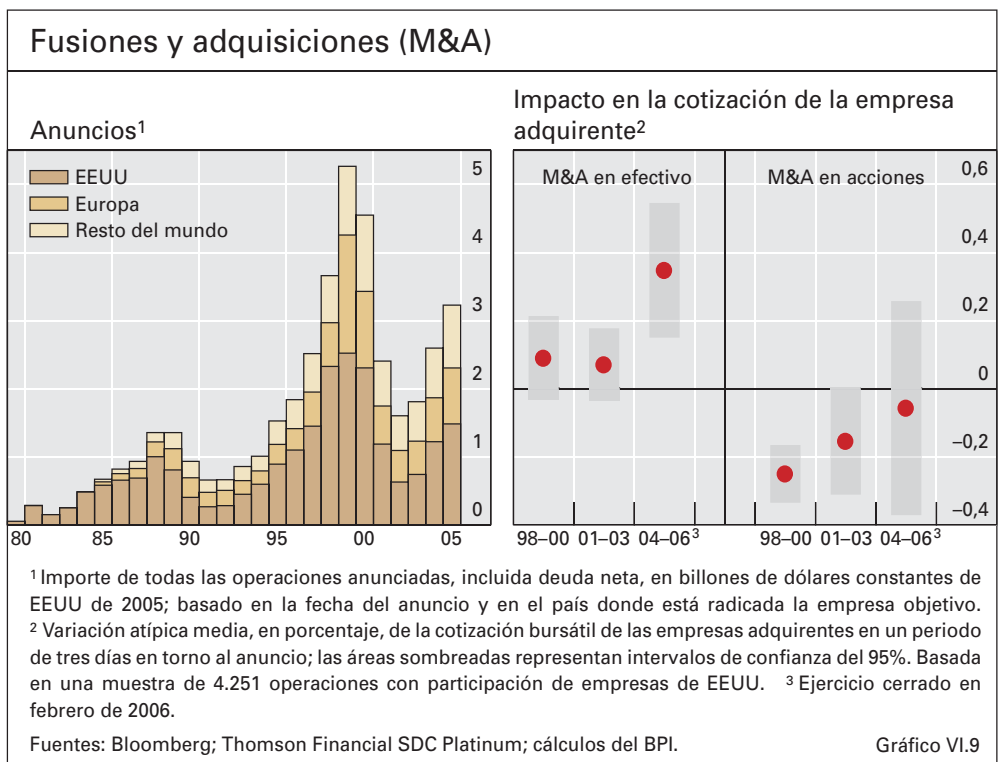
Además de su efecto como indicación, el aumento de los dividendos y de las recompras de acciones propias impulsaron las cotizaciones bursátiles al reapalancar los balances empresariales. Dado que el pago de dividendos y la recompra de acciones incrementan el coeficiente de endeudamiento de las empresas, la rentabilidad sobre fondos propios se eleva. Con anterioridad a 2004, el grueso de las acciones recompradas volvió a emitirse como remuneración a los empleados que habían ejercido sus opciones sobre acciones (*stock options*), por lo que no tuvieron impacto alguno sobre la estructura de capital de las empresas. Sin embargo, las empresas han venido utilizando progresivamente las recompras de acciones para reducir su número y devolver efectivo a los accionistas. Del mismo modo, la distribución de dividendos especiales se ha convertido en una forma habitual por la que los inversionistas en fondos de capital inversión (*private equity funds*) recuperan sus inversiones. En el pasado, estos inversionistas solían vender sus participaciones en una empresa mediante una oferta pública inicial de venta de acciones. Sin embargo, la demanda de estas operaciones fue relativamente débil en 2005, como confirma el hecho de que la rentabilidad obtenida en el primer día de negociación se situara en torno al 10%, frente al promedio superior al 20% registrado desde 1990. En consecuencia, los inversionistas en fondos de capital inversión han acudido a los mercados de renta fija para financiar el reparto de elevados dividendos con cargo a las reservas por ganancias acumuladas (véase el Capítulo VII).

El reapalancamiento se vio aún más estimulado por la mayor actividad en el segmento de adquisiciones apalancadas de empresas (LBO). Las adquisiciones financiadas con deuda por parte de fondos de capital inversión crecieron en 2005 hasta niveles no vistos desde la oleada de LBO de finales de la década de los 80 (véase el Gráfico VI.8). A diferencia de entonces, este último episodio no se ha limitado a Estados Unidos, sino que más de la mitad de las operaciones se realizó sobre sociedades no estadounidenses, principalmente de Europa aunque también de Asia. Destacó especialmente el aumento vertiginoso de LBO en Alemania y Japón, tras la eliminación gradual de las barreras a los cambios en el control de las empresas, tales como las participaciones cruzadas. Por ejemplo, mientras que en 1992 alrededor del 50% del total de acciones cotizadas en Japón estaba en manos de empresas asociadas, en 2004 ese porcentaje había descendido a la mitad.

El repunte de las operaciones de LBO formó parte de un aumento más amplio de las fusiones y adquisiciones de empresas. En 2005, se anunciaron

... de forma simultánea al reapalancamiento de las empresas

Las operaciones de LBO alcanzaron su nivel más alto desde los años 80



adquisiciones por un importe total de 3,2 billones de dólares, casi un 30% más que en 2004 y la mayor cifra desde 2000 (véase el Gráfico VI.9). Las operaciones de LBO representaron en torno al 9% de las adquisiciones totales, mucho más que en 2000, aunque bastante lejos de la cota máxima del 22% alcanzada en 1988. El incremento de fusiones y adquisiciones se extendió prácticamente por todo el mundo. Algo menos de la mitad de las operaciones realizadas tuvieron como objetivo sociedades estadounidenses mientras que la cuarta parte afectó a compañías europeas. La actividad en este ámbito por parte de empresas radicadas en las economías de mercado emergentes fue más intensa que nunca, adquiriendo empresas en los principales países y en otros mercados emergentes.

La respuesta de los inversionistas en renta variable a esta última oleada de operaciones fue más favorable que en ocasiones anteriores. En 2005, las cotizaciones bursátiles tanto de las empresas adquiridas como de las adquirentes tendieron a aumentar tras el anuncio de la adquisición. Este hecho contrasta con experiencias previas, en las que los accionistas de la empresa adquirida recibían el grueso de los aumentos de valor que pudieran generarse con la fusión.

La reacción relativamente favorable de los inversionistas obedeció en parte a la menor proporción de operaciones financiadas total o parcialmente con acciones. En Estados Unidos, el pago se efectuó mediante la entrega de acciones en casi el 30% de las operaciones recientes, frente al 70% durante la anterior oleada de fusiones y adquisiciones de 1998–2000. En Europa y Asia, la proporción fue incluso menor. El panel derecho del Gráfico VI.9 ilustra la revalorización “atípica” media de las cotizaciones de las empresas adquirentes en la fecha de anuncio de la adquisición, es decir, una vez descontada la sensibilidad de su cotización a las fluctuaciones del mercado en su conjunto.

El repunte de fusiones y adquisiciones espoleó las cotizaciones bursátiles...



La rentabilidad de las fusiones financiadas en efectivo siempre ha sido superior a la de las operaciones pagadas en acciones, puesto que la revalorización atípica de las primeras ha sido mayor en todos los periodos considerados. Esta diferencia parece obedecer a que la tendencia a pagar un sobreprecio por la empresa adquirida es menor cuando las fusiones se financian con efectivo.

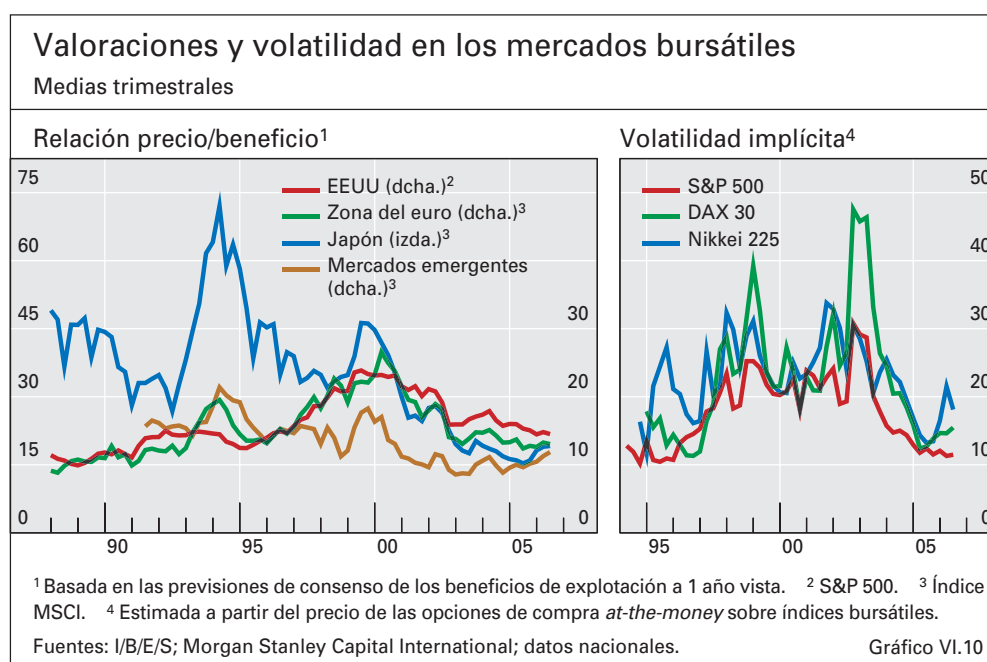
... incluso de las empresas adquirentes

Un aspecto más llamativo, tanto de las operaciones financiadas con efectivo como de las pagadas en acciones, es que las revalorizaciones atípicas de las cotizaciones de las empresas adquirentes fueron más altas en 2004–06 que en años precedentes, lo que indica que los inversionistas se muestran más receptivos que antes a toda clase de adquisiciones. En 1998–2000, las revalorizaciones atípicas de las operaciones pagadas en efectivo fueron prácticamente inexistentes, mientras que las de las operaciones financiadas mediante acciones fueron muy negativas. En cambio, en el periodo 2004–06, las revalorizaciones atípicas de las operaciones en efectivo fueron significativamente positivas y las de las operaciones pagadas en acciones, prácticamente nulas.

#### Señales contradictorias sobre las valoraciones bursátiles

Según algunos indicadores, las valoraciones no fueron atípicamente elevadas

Una posible explicación de la actitud más favorable de los inversionistas frente a las adquisiciones radica en los bajos niveles de valoración de los mercados según algunos indicadores, aunque no todos. Últimamente, el ritmo de revalorización de las acciones en bolsas de todo el mundo ha sido inferior al de las revisiones al alza de las previsiones de beneficios. En 2005, el índice S&P 500 cotizó a 15 veces los beneficios previstos a corto plazo, ligeramente por debajo del promedio de 16 del periodo 1988–2004 (véase el Gráfico VI.10). Los índices de la zona del euro cotizaron a 13, frente a su promedio histórico de 16. También en los mercados bursátiles emergentes, los múltiplos de precio/beneficio (PER) estuvieron



muy por debajo de sus niveles previos. En consecuencia, el riesgo de pagar un sobreprecio por las adquisiciones podría haberse estimado menor que en el pasado.

Los inversionistas parecían sentirse cómodos con las valoraciones y las perspectivas de resultados en la mayoría de los mercados. La volatilidad implícita en las opciones sobre índices bursátiles continuó en niveles muy bajos. Por ejemplo, la relativa al S&P 500 fluctuó en torno al 12% durante gran parte de 2005 y los primeros meses de 2006, muy próxima a los anteriores mínimos alcanzados en 1995 (véase el Gráfico VI.10). El incremento más significativo de este periodo se produjo a mediados de mayo de 2006, cuando los mercados bursátiles registraron pérdidas acusadas en todo el mundo.

La volatilidad implícita se mantuvo reducida...

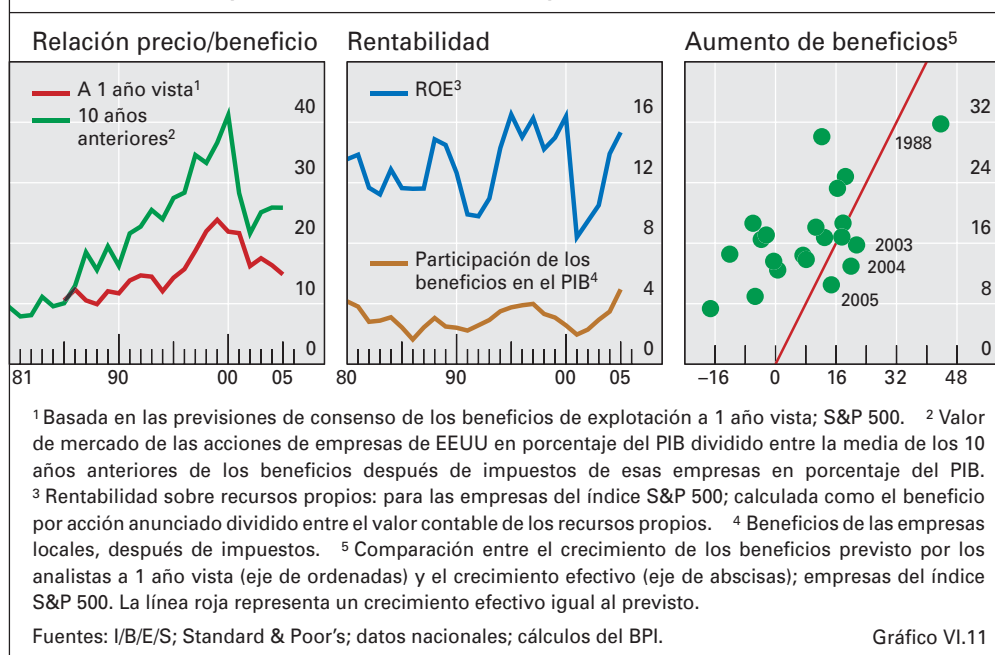
Por supuesto, hubo excepciones. En Japón, las relaciones precio/beneficio crecieron notablemente en el segundo semestre de 2005, de 15 a 19, ante la subida de las cotizaciones. Además, la volatilidad implícita en las opciones sobre el índice Nikkei creció entre junio y diciembre de 2005 desde aproximadamente el 10% hasta el 25%, lo que sugiere que la incertidumbre sobre la dirección futura de los precios de las acciones aumentó según lo hacían las cotizaciones. En los mercados de Oriente Medio, los ingresos por petróleo de los inversionistas locales impulsaron las valoraciones hasta máximos espectaculares. Pese a la brusca caída de las cotizaciones (en torno al 40% en los cinco primeros meses de 2006) los niveles de PER continuaron por encima de 20 en Arabia Saudita y Dubai.

Al margen de estas excepciones, no está claro si la evidente comodidad de los inversionistas con las perspectivas de rentabilidad bursátil obedeció a una mayor predisposición a asumir riesgo o si reflejaba la percepción de un nivel de riesgo persistentemente bajo, puesto que ambos factores influyen en los indicadores de volatilidad implícita. Durante buena parte del pasado año, las estimaciones de propensión al riesgo en los mercados de renta variable, obtenidas al comparar la distribución de las rentabilidades esperadas implícitas en los precios de las opciones con la distribución de las rentabilidades históricas, fueron relativamente altas. Ahora bien, si la tolerancia de los inversionistas al riesgo incorporado en la renta variable fue elevada, resulta entonces desconcertante la aparente permanencia de las valoraciones en niveles relativamente bajos.

... debido quizás a una mayor preferencia por el riesgo

Una posible respuesta a esta paradoja es que las valoraciones fueron, en realidad, superiores a las que sugieren los múltiplos basados en las previsiones de beneficios a corto plazo. En 2005, la rentabilidad sobre recursos propios y la participación de los beneficios en el PIB se aproximaron a sus máximos históricos, al menos en Estados Unidos (véase el Gráfico VI.11). Si la rentabilidad del sector empresarial volviera a su tendencia de largo plazo, eso significaría que los títulos de renta variable se pagan caros a sus precios actuales. Tomando como referencia la media histórica de los beneficios empresariales de los 10 años anteriores —con el fin de suavizar la variabilidad cíclica—, el múltiplo precio/beneficio de la renta variable estadounidense se encontraba a finales de 2005 muy por encima de su promedio de largo plazo, concretamente en torno a 26, frente a 19 del periodo 1962–2005.

## Valoraciones y beneficios de las empresas de EEUU



Los analistas parecen haber sido pesimistas sobre la solidez de los beneficios

Hay indicios de que los analistas son ahora más escépticos sobre la sostenibilidad de los incrementos a corto plazo en la rentabilidad del sector empresarial. El panel derecho del Gráfico VI.11 ilustra la relación entre las estimaciones realizadas por los analistas del crecimiento de los beneficios de explotación previsto en el horizonte de un año y el crecimiento efectivo de los beneficios de las empresas del índice S&P 500 en los últimos 20 años. Tan sólo en cuatro de los últimos 20 años el crecimiento efectivo de los beneficios sobrepasó el crecimiento previsto, y tres de ellos fueron los del periodo 2003–05. Dicho de otro modo, aunque históricamente los analistas han pecado de optimistas sobre la solidez de los beneficios empresariales, a partir de 2003 se han tornado demasiado pesimistas. Si los inversionistas compartieran este pesimismo, se corroborarían las expectativas de que la rentabilidad acabará por volver a su tendencia de largo plazo.

De cara al futuro, parece justificado un cierto escepticismo sobre la solidez de los beneficios, pues la probabilidad de que las empresas obtengan resultados inferiores a los previstos parece mayor en 2006 que en años anteriores. Por ejemplo, las subidas de los tipos de interés y el tensionamiento de los mercados de trabajo podrían mermar el crecimiento de los beneficios, en Estados Unidos y Europa especialmente (véase el Capítulo II). Con todo, la tasa de crecimiento de los beneficios superó de nuevo las expectativas en el primer trimestre de 2006.

## Capacidad de recuperación de los mercados de deuda

Pese al ritmo acelerado de adquisiciones apalancadas de empresas y de otras operaciones que favorecen a los accionistas, los diferenciales de los bonos de empresa y de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) permanecieron próximos a sus mínimos históricos en 2005 y comienzos de 2006 (véase el

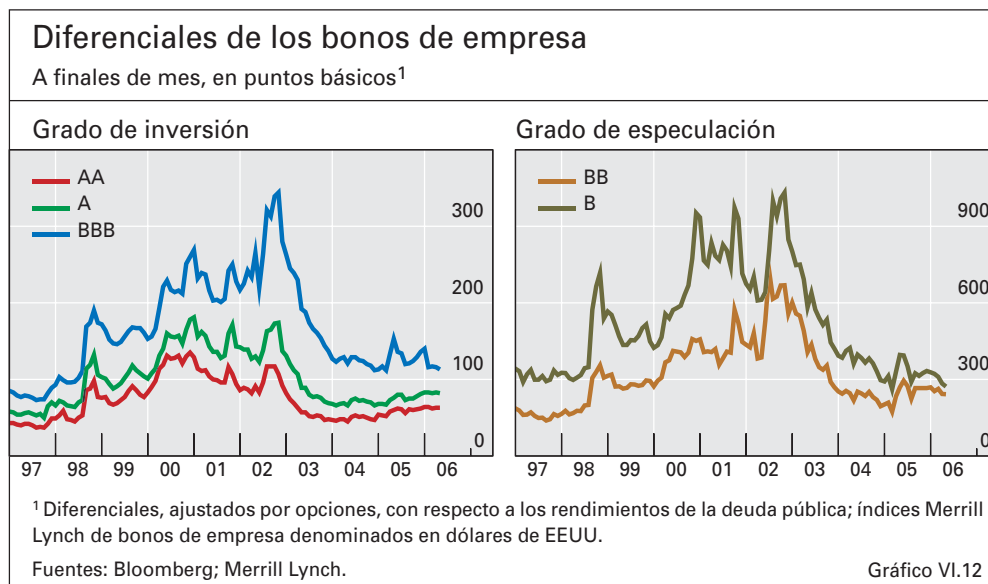
Gráfico VI.12). El prolongado recorrido alcista de los mercados de deuda concluyó en el segundo trimestre de 2005, cuando una serie de anuncios empresariales desfavorables, incluida la rebaja de la calificación crediticia de General Motors y Ford por debajo de la categoría de grado de inversión, desencadenó una moderada oleada de ventas. Si bien los diferenciales de la deuda corporativa nunca llegaron a recuperarse de estas ventas, tampoco se ampliaron de forma descomulgada. Los diferenciales de la deuda corporativa con grado de inversión se ampliaron levemente a finales de 2005 y comienzos de 2006 hasta niveles similares a los observados durante el mencionado episodio de ventas generalizadas. Aun así, a mediados de mayo de 2006, el diferencial de los bonos de empresa con calificación A denominados en dólares estadounidenses se situaba en 83 puntos básicos, sólo 20 puntos básicos por encima de su mínimo cíclico. Mientras tanto, los diferenciales de los bonos de empresa con grado de especulación se encontraban más de 100 puntos básicos por debajo del máximo de mayo de 2005 y tan sólo 40 puntos básicos sobre el mínimo de marzo de 2005.

Leve ampliación de los diferenciales de la deuda con grado de inversión

Algunas empresas tuvieron que afrontar costes de financiación notablemente más altos. Los problemas de los fabricantes estadounidenses de automóviles se acentuaron en 2005, en un entorno de difícil contención de los costes heredados de sus planes de pensiones y seguros de asistencia sanitaria y de la compleja adaptación de sus estrategias de negocio a una competencia creciente. Tras una breve recuperación a mediados de 2005, los diferenciales de Ford y General Motors volvieron a aumentar a finales de año hasta niveles muy superiores a los máximos registrados durante la oleada anterior de ventas. Empresas estadounidenses proveedoras de la industria del automóvil, como Delphi y Dana, también atravesaron por situaciones semejantes, con declaraciones de quiebra incluidas. El resultado fue que casi el 5% de las empresas del sector con calificación crediticia suspendió pagos, un porcentaje superior al de cualquier otra industria.

Dificultades de las empresas automovilísticas

Además, los acreedores reajustaron el precio de la deuda de las empresas objeto de adquisiciones apalancadas y de las compañías forzadas a



reapalancarse. Por ejemplo, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio de la firma estadounidense de productos forestales Georgia-Pacific aumentaron aproximadamente 250 puntos básicos a mediados de noviembre de 2005 tras una oferta de adquisición a sus accionistas lanzada por otra empresa. Los inversionistas se mostraron especialmente sensibles frente a la posibilidad de reapalancamiento por emisores con grado de inversión, dado que, por definición, la capacidad de éstos para atender el servicio de nueva deuda es relativamente mayor que la de empresas con grado de especulación.

#### *Distintas preferencias por diferentes riesgos*

La preferencia de los inversionistas por el riesgo de evento de crédito se redujo...

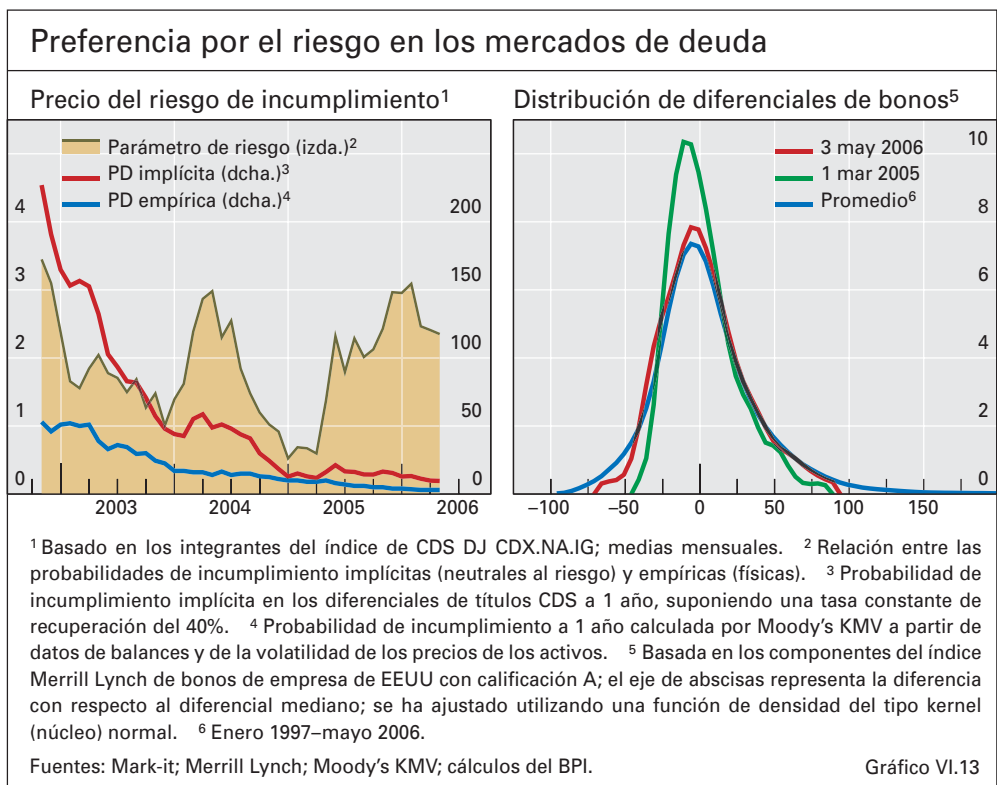
Esta mayor sensibilidad al riesgo de evento de crédito (*credit event risk*) es la que subyace tras la moderada ampliación de los diferenciales de crédito para deuda de emisores con grado de inversión. Los inversionistas mostraron inquietud por cómo afectarían a las distintas sociedades los mayores repartos de dividendos, las recompras de acciones propias, las fusiones y las adquisiciones apalancadas. Pese a ello, no pareció preocuparles el correspondiente impacto de estas operaciones en la solvencia del sector empresarial en su conjunto.

La preferencia de los inversionistas por el riesgo de crédito no parece haberse recuperado del todo después de la agitación sufrida por los mercados de renta fija privada y de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) en el segundo trimestre de 2005. El panel izquierdo del Gráfico VI.13 presenta una estimación de la propensión al riesgo en los mercados de deuda, calculada como la relación entre las probabilidades de incumplimiento implícitas en los diferenciales de crédito y las extraídas de la información subyacente en los balances, para una muestra de empresas con grado de inversión. Este cociente sugiere que la compensación exigida por los inversionistas por asumir riesgo de crédito aumentó notablemente en abril y mayo de 2005 —aunque desde un nivel de partida excepcionalmente bajo—, para mantenerse posteriormente en niveles relativamente elevados.

Las medidas de discriminación en los mercados de renta fija privada muestran una corrección similar. El panel derecho del Gráfico VI.13 ilustra la distribución de los diferenciales de rendimiento de los bonos de empresa con calificación A, donde puede observarse un intenso estrechamiento de los mismos en marzo de 2005, antes del episodio de ventas generalizadas. Desde entonces se han dispersado en cierta medida, de modo que, en abril de 2006, la distribución de diferenciales se aproximaba a su promedio de largo plazo.

... pese a que no varió su preferencia por el riesgo sistemático

En sentido estricto, los indicadores del Gráfico VI.13 combinan dos modalidades de primas de riesgo: la compensación por asumir el riesgo sistemático o de mercado y aquella por tolerar el riesgo de evento de crédito. El primero de estos riesgos depende en gran medida de los cambios en las condiciones macroeconómicas, mientras que el segundo, también conocido como riesgo de salto al incumplimiento (*jump-to-default risk*), refleja la aversión a la incertidumbre sobre el momento en que puede producirse el incumplimiento en posiciones de crédito individuales y sobre la gravedad de las pérdidas en tal caso. En los mercados de



renta variable, los inversionistas no suelen exigir compensación por asumir estos riesgos idiosincrásicos puesto que en una cartera con la diversificación adecuada, la variabilidad de ciertos activos se ve compensada con la de otros. Por el contrario, en los mercados de deuda, las primas por la asunción de riesgos aparentemente específicos de cada empresa parecen explicar una parte significativa de los diferenciales de crédito. Este hecho podría obedecer a que los eventos de una empresa concreta producen efectos de contagio, al señalar un aumento del riesgo de incumplimiento en otras empresas. También podría deberse a la dificultad intrínseca que comporta la diversificación de las carteras de renta fija privada.

Pese a la dificultad de descomponer la prima de riesgo estimada, hay indicios que apuntan a que su incremento en 2005 y comienzos de 2006 probablemente obedeció en mayor medida a una menor tolerancia de los inversionistas al riesgo de evento de crédito que a un cambio en su preferencia por el riesgo sistemático. En primer lugar, indicadores bursátiles como las volatilidades implícitas no sugieren un descenso de esta preferencia (véase anteriormente). En principio, la tolerancia a este riesgo debería ser similar en todas las clases de activos, dado que depende de la evolución del conjunto de la economía.

En segundo lugar, las fluctuaciones de los diferenciales en las distintas categorías de calificación crediticia indican discrepancias en el apetito de los inversionistas por diferentes modalidades de riesgo. Conforme desciende la calidad crediticia de un bono, su rentabilidad se asemeja cada vez más a la de una acción. Por tanto, el riesgo sistemático tiende a explicar una mayor proporción del rendimiento de los bonos de alta rentabilidad que del de los

Los diferenciales de bonos con grado de inversión y los de alta rentabilidad evolucionaron en direcciones opuestas

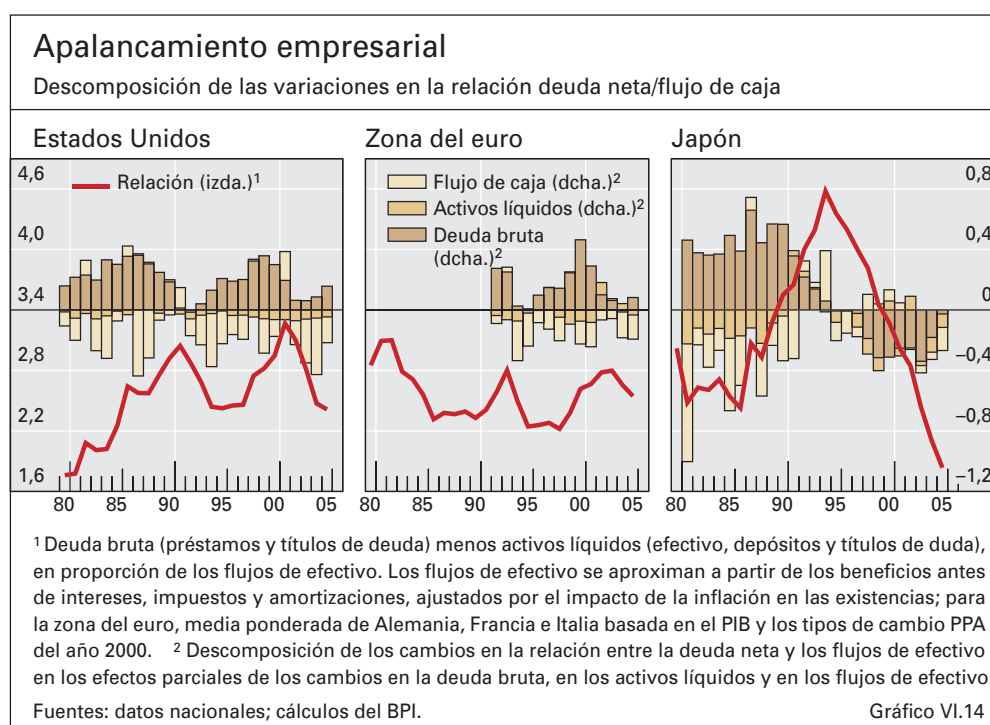
bonos con elevada calificación. Dada la débil preferencia por el riesgo de evento de crédito y el fuerte apetito por el riesgo sistemático, la evolución durante el pasado año de los bonos de empresa con grado de especulación fue más favorable que la de los bonos con grado de inversión. En el primer trimestre de 2006, los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad se estrecharon cerca de 40 puntos básicos, pese a la estabilidad de los diferenciales de la deuda con grado de inversión (véase el Gráfico VI.12). Además, los acreedores han venido ejerciendo una creciente presión sobre las empresas con grado de inversión para que incluyan en sus emisiones de bonos cláusulas de cambio de control accionarial, con el fin de limitar las pérdidas de los tenedores de bonos ante una eventual adquisición apalancada. Al mismo tiempo, los fondos de capital inversión han captado cuantiosos recursos en condiciones favorables destinados a financiar esas adquisiciones (véase el Capítulo VII).

#### *Persistente solidez de los balances empresariales*

Las discrepancias en la preferencia de los inversionistas por diferentes modalidades de riesgo refleja, al menos en parte, la solidez de los balances empresariales en la coyuntura actual. El acelerado ritmo de las operaciones favorables a los accionistas frenó en 2005 el proceso de mejora de la calidad crediticia de las empresas, aunque sin invertir su tendencia.

En Estados Unidos, la relación entre la deuda neta y los flujos de caja descendió en 2005 a su nivel más bajo desde mediados de la década de los 90 (véase el Gráfico VI.14), pese al fuerte repunte del endeudamiento de las empresas no financieras, en parte para cubrir sus necesidades de inversión y de capital circulante y también para financiar adquisiciones. Sin embargo, en

Coeficientes de apalancamiento reducidos en EEUU y Japón...



conjunto, la excepcional tasa de crecimiento de los beneficios compensó con creces el endeudamiento adicional. Asimismo, las empresas estadounidenses siguieron acumulando reservas de tesorería, aunque a un ritmo más lento que en años anteriores.

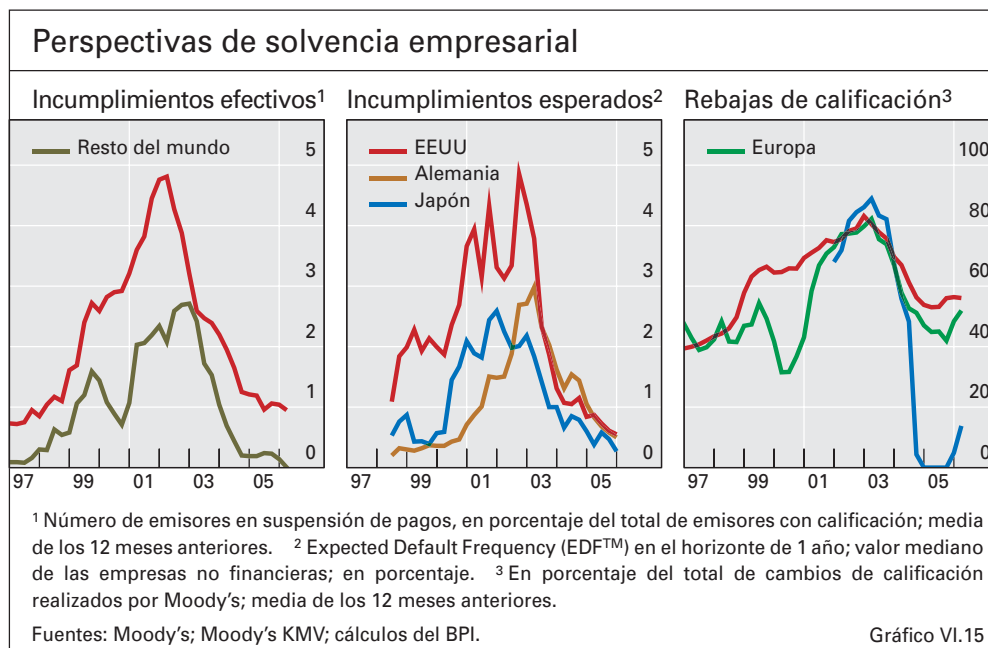
Las empresas de la zona del euro se mostraron más pausadas que las estadounidenses a la hora de reconstruir sus balances, de modo que sus coeficientes de apalancamiento continuaron en 2005 cercanos a sus máximos cíclicos. Con todo, la relación entre deuda neta y flujos de caja se redujo por segundo año consecutivo, merced al crecimiento de los beneficios, como ocurrió en Estados Unidos. Las empresas alemanas en concreto lograron incrementar sus márgenes de beneficios pese al modesto ritmo de crecimiento económico. En cambio, las italianas a duras penas mantuvieron los suyos.

En Japón, los coeficientes de apalancamiento descendieron a sus cotas más bajas en más de dos décadas. Al contrario que en años anteriores, cuando la reducción de la deuda fue el factor principal que impulsó a la baja la relación entre deuda neta y flujos de caja, el descenso de 2005 se debió fundamentalmente a una aceleración del crecimiento de los beneficios, basada en los resultados favorables de las empresas orientadas al mercado local ante la recuperación de la demanda interna. La deuda amortizada volvió a superar el nuevo endeudamiento contraído, aunque por el margen más bajo registrado desde mediados de los años 90. Al mismo tiempo, cada vez más empresas optaban por aumentar su gasto de capital o acumular reservas de tesorería, en lugar de amortizar su deuda.

De cara al futuro, cabe señalar la aparición de signos de deterioro de la calidad crediticia de las empresas. Como se mencionó anteriormente, se está produciendo una aceleración del endeudamiento empresarial. Además, el porcentaje de revisiones a la baja de la calificación crediticia de empresas no

... y algo menos en la zona del euro

Creció el número de rebajas de calificación





financieras respecto al total de revisiones realizadas aumentó paulatinamente en 2005, no sólo en Estados Unidos, sino también en Europa y Japón (véase el Gráfico VI.15).

Con todo, dada la solidez de los balances del sector empresarial en su conjunto, la mayor parte de los agentes del mercado prevé un cambio gradual en el ciclo crediticio. De hecho, en contra de las expectativas de la mayoría de los analistas, las tasas de incumplimiento disminuyeron durante el pasado año. Hasta marzo de 2006, el porcentaje de prestatarios con calificación crediticia que incumplieron obligaciones de pago fue el menor desde mediados de 1997 (véase el Gráfico VI.15). Además, las estimaciones de las tasas de incumplimiento futuras, calculadas por Moody's KMV a partir de información de balances y de la volatilidad del precio de las acciones, permanecieron a comienzos de 2006 próximas a sus mínimos cíclicos.

#### *Vulnerabilidad de los mercados de deuda a reajustes en los precios*

Las condiciones de acceso al crédito podrían empeorar por los desequilibrios mundiales...

Si la inversión del ciclo crediticio se produjese antes de lo previsto, podría provocar un rápido deterioro de las condiciones de financiación del sector empresarial, sobre todo si el ajuste de los actuales desequilibrios macroeconómicos, como el déficit por cuenta corriente estadounidense, se tradujera en menor crecimiento económico (véase el Capítulo II).

... un ritmo acelerado de reapalancamiento...

Aun manteniéndose la solidez del crecimiento, un ritmo acelerado de reapalancamiento podría menoscabar la calidad crediticia y, por tanto, las condiciones de acceso al crédito. En este sentido, las operaciones de fusión y adquisición de empresas se intensificaron en los primeros meses de 2006, con un aumento de la dimensión y del grado de apalancamiento en las LBO. Por otra parte, tampoco ha quedado claro qué tienen previsto hacer las empresas con los sustanciales volúmenes de tesorería acumulados en los últimos años, si invertir en proyectos rentables o devolverlos a los accionistas.

... o la evolución de los mercados de productos financieros estructurados

La evolución del mercado de productos estructurados constituye una vulnerabilidad adicional de las condiciones de acceso al crédito. Los mercados de bonos de titulización hipotecaria y de titulización de activos se encuentran entre los segmentos con mayor volumen de negocio y ritmo de crecimiento de los mercados internacionales de valores. Asimismo, en los últimos años se ha producido una enorme expansión de la gama de productos y técnicas de titulización. Sin embargo, aún se desconoce el comportamiento de muchos de estos nuevos productos en una etapa de recesión económica. Si los inversionistas llegaran a registrar pérdidas superiores a las previstas en estos productos, podría desencadenarse un reajuste de la valoración del riesgo en todos los mercados.

Una fuente de pérdidas inesperadas podrían ser los errores de modelización. La valoración de productos estructurados depende de modelos cuantitativos en mucha mayor medida que la valoración de bonos de empresa. Estos modelos suelen incorporar supuestos para simplificar los cálculos. Aunque las consecuencias de dichos supuestos para las estimaciones de pérdidas esperadas podrían ser benignas en condiciones

de mercado favorables, podrían resultar costosas en caso de deteriorarse éstas.

También podrían derivarse pérdidas inesperadas a raíz de deficiencias en la gestión del riesgo. Siendo las pérdidas esperadas similares para bonos de empresa y productos estructurados de idéntica calificación, en el caso de los segundos es más difícil determinar la dimensión y gravedad de las pérdidas. Por ejemplo, la concentración de la exposición al riesgo puede afectar significativamente a la distribución de los posibles retornos de los productos estructurados. Las calificaciones crediticias no reflejan la distribución completa, de modo que un exceso de confianza en las valoraciones de las agencias de calificación podría llevar a los tenedores de productos crediticios estructurados a subestimar su verdadera exposición al riesgo. Las calificaciones de estos instrumentos suelen cambiar con menor frecuencia que las de los valores emitidos por empresas, pero cuando se revisan a la baja, lo hacen en mayor medida. De acuerdo con Moody's, la magnitud media de las rebajas de calificación de los instrumentos de financiación estructurada fue de casi cuatro escalones durante el periodo 1984–2004, frente a menos de dos en el caso de los valores emitidos por empresas.

Considérese el mercado estadounidense de bonos de titulización hipotecaria (MBS) como ilustración de las vulnerabilidades que comportan los productos estructurados. Se trata del mayor mercado de deuda del mundo, con activos en circulación por importe cercano a 6 billones de dólares a finales de 2005, lo que representa casi el 50% del PIB de Estados Unidos. En los últimos años su crecimiento ha estado impulsado por la titulización de préstamos hipotecarios concedidos a prestatarios que no se consideran de primera clase; en 2005, en torno al 40% de las emisiones de MBS estaban respaldadas por esos préstamos, frente al 10% de finales de los años 90. La valoración de los conjuntos (*pools*) de hipotecas suele basarse en el promedio de puntuación crediticia (es decir, la calificación) de los créditos subyacentes. Debido a la relación no lineal que existe entre las tasas de incumplimiento y las puntuaciones crediticias, la probabilidad de incumplimiento asociada al promedio de puntuación crediticia tiende a subestimar la probabilidad media de incumplimiento calculada a partir de la distribución de puntuaciones total. No es probable que las pérdidas por dicha subestimación tengan importancia mientras los mercados de la vivienda sean pujantes, pero podrían incrementarse bruscamente en condiciones de mayor debilidad de estos mercados. En consecuencia, los inversionistas en MBS podrían verse expuestos a pérdidas superiores a las que habían anticipado.

Además, aunque en el pasado el riesgo de amortización anticipada implícito en los MBS estadounidenses ha dependido básicamente de las variaciones de los tipos de interés, ese mismo riesgo incorporado en los préstamos hipotecarios concedidos a cada vez más clases de prestatarios se ha tornado más sensible a los cambios en la puntuación crediticia del prestatario y a las variaciones de los precios de la vivienda. Por ejemplo, conforme se encarece la vivienda, disminuye la relación préstamo-valor, de modo que un prestatario podría optar por la refinanciación para beneficiarse

Los cambios en la estructura de los mercados de MBS en EEUU...

... complican la gestión del riesgo

de costes hipotecarios más bajos. Esta posibilidad complica la evaluación y gestión de los riesgos que asumen los tenedores de MBS.

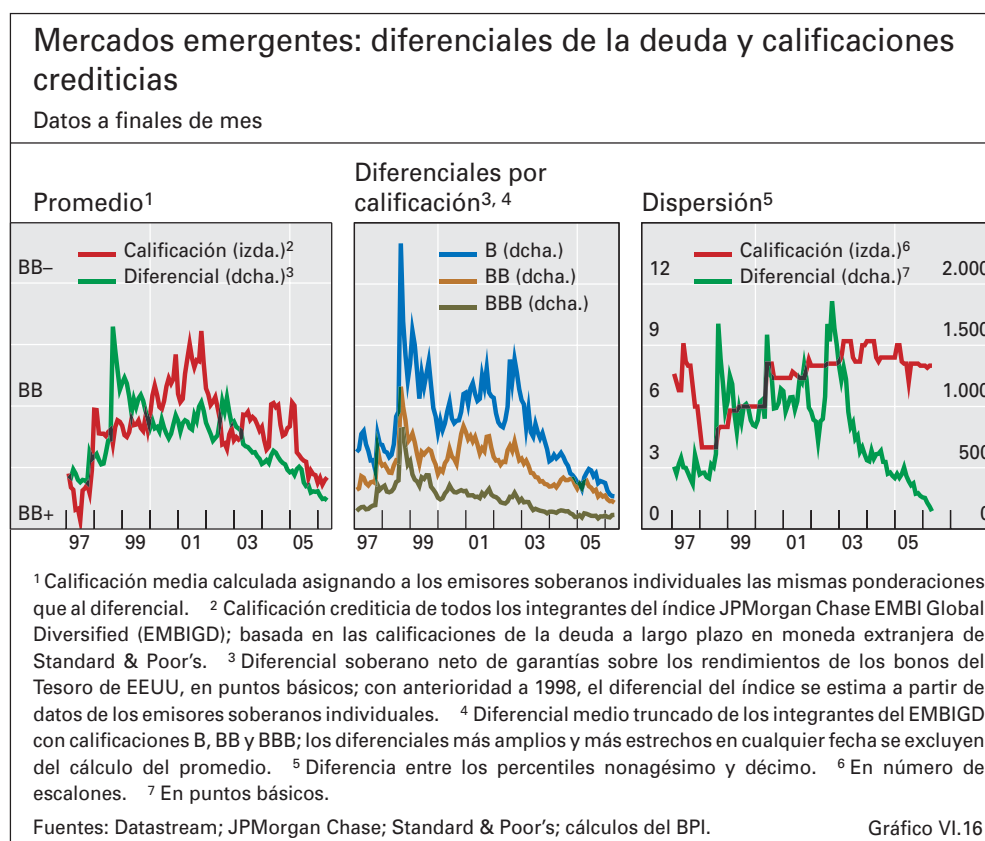
## Diferenciales de los mercados emergentes en mínimos históricos

Los precios de los activos en los distintos mercados emergentes registraron subidas impresionantes en 2005 y los primeros meses de 2006, pese al endurecimiento de las condiciones monetarias en algunos de los principales países desarrollados. El auge iniciado a mediados de año estrechó los diferenciales de la deuda soberana hasta mínimos históricos —incluso por debajo de los alcanzados en 1997, antes de la crisis financiera asiática—, concentrándose este efecto en los bonos de máxima rentabilidad y dando continuidad a la tendencia observada en los últimos años.

El entusiasmo de los inversionistas por los activos de mercados emergentes obedeció en parte a la aparente solidez de sus variables fundamentales. Las mejoras en los últimos años de las posiciones externas, los sistemas financieros y las políticas fiscales y monetarias en muchas economías de mercado emergentes han contribuido a aumentar su capacidad de reacción ante perturbaciones, reduciendo así los riesgos asociados a las inversiones en esos mercados (véase el Capítulo III). De hecho, la cifra de revisiones al alza de calificaciones de bonos soberanos por Moody's triplicó en 2005 la de sus revisiones a la baja.

Al mismo tiempo, los diferenciales de los bonos de mercados emergentes medidos a partir de las calificaciones crediticias de la deuda soberana

Los reducidos diferenciales reflejan la mejora de las variables fundamentales...

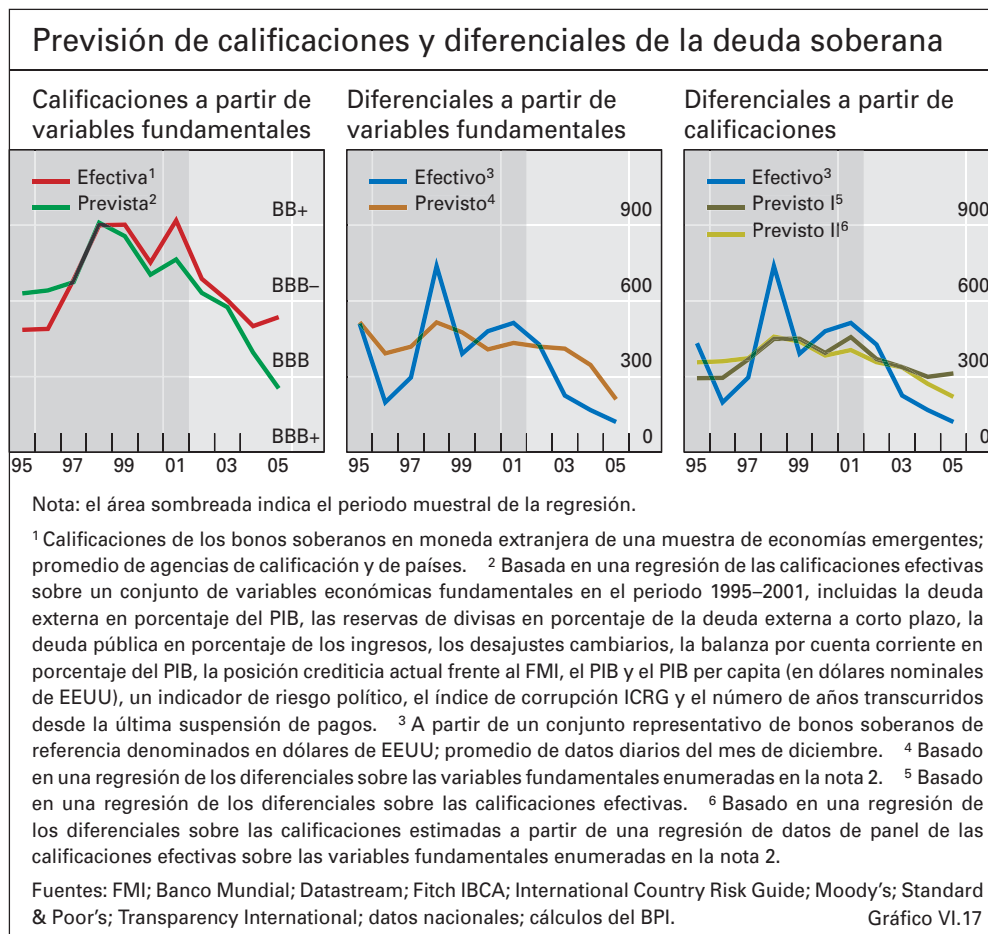


parecen ser algo inferiores a lo sugerido por sus variables fundamentales. El índice EMBI Global Diversified de JPMorgan Chase para diferenciales soberanos cayó en marzo y abril de 2006 por debajo de los 200 puntos básicos, hasta 100 puntos básicos por debajo del anterior récord mínimo de mediados de 1997, antes de ampliarse ligeramente en mayo. Aun así, la calidad crediticia de los bonos soberanos, medida por las calificaciones crediticias, no llegó a ser tan alta como en 1997, pese a la significativa mejora registrada a partir de 2001. Dentro incluso de cada categoría de calificación, los diferenciales se estrecharon a comienzos de 2006 por debajo de sus anteriores mínimos de 1997 (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico VI.16).

... y la preferencia de los inversionistas por el riesgo

La dispersión de los diferenciales respecto a las calificaciones sugiere asimismo que la demanda de activos de mercados emergentes podría estar induciendo a invertir de forma menos selectiva que en el pasado reciente. Así, mientras que a comienzos de 2006 los diferenciales soberanos se comprimieron más que nunca, las calificaciones de la deuda soberana mantuvieron un notable grado de dispersión, lo que indicaría que la distribución de diferenciales no lograba captar las sustanciales diferencias en la solvencia de los prestatarios incluidos en el índice (véase el panel derecho del Gráfico VI.16).

Un análisis alternativo de las discrepancias de la media y la variación de las calificaciones respecto a los diferenciales sugiere que tales discrepancias



Los cambios metodológicos introducidos por las agencias de calificación...

no son más que un mero reflejo de cambios en los criterios utilizados por las agencias para asignar sus calificaciones. Desde la crisis financiera asiática, parece que las agencias de calificación prestan más atención al riesgo de liquidez y a la solidez de los sistemas financieros, lo que podría haberles llevado a introducir mayor rigor en la asignación de calificaciones. De ser cierto, la divergencia entre calificaciones y diferenciales no significa necesariamente que la valoración que el mercado hace de las variables fundamentales de las economías emergentes sea más optimista que en el pasado.

Los datos estadísticos indican que el rigor de los criterios de calificación podría haber aumentado en la práctica. El Gráfico VI.17 ilustra las calificaciones medias efectivas y estimadas a partir de una regresión de panel de las calificaciones soberanas sobre un conjunto de variables económicas para una muestra relativamente amplia de economías de mercado emergentes. El modelo predice con bastante precisión las calificaciones medias de la deuda soberana denominada en moneda extranjera en el periodo 1995–2001. Sin embargo, las calificaciones estimadas para el periodo muestral de validación, 2002–05, tienden a ser mayores que el promedio de calificaciones efectivas en ese mismo periodo. Para el conjunto de países de la muestra, el modelo sugiere que en 2005 la calificación media de la deuda soberana denominada en moneda extranjera se habría acercado a BBB, es decir, aproximadamente un escalón por encima del promedio efectivo, más próximo a BBB–. Sin embargo, los resultados del modelo pierden nitidez con especificaciones distintas. Por ejemplo, si se excluyen de la regresión los países que mantuvieron una calificación de grado de inversión a lo largo de todo el periodo 1995–2005, la diferencia entre las calificaciones efectivas y estimadas deja de ser evidente.

... podrían encubrir la mejora de las variables fundamentales

Aun aceptando el endurecimiento de los criterios de calificación, el mayor rigor introducido sería insuficiente para explicar la totalidad de la compresión de diferenciales. El panel central del Gráfico VI.17 relaciona directamente los diferenciales con las variables fundamentales, soslayando las calificaciones. Los diferenciales previstos para el periodo 2002–05 son superiores —en torno a 90 puntos básicos a finales de 2005— a los diferenciales medios efectivos para el conjunto de países de la muestra. Con todo, conforme ilustra el panel derecho de ese gráfico, los cambios en los criterios utilizados por las agencias de calificación explican, como máximo, alrededor de la mitad de esa cifra.

En general, las comparaciones temporales de los diferenciales de los mercados emergentes, junto con las comparaciones entre éstos y las calificaciones crediticias, sugieren que tanto una mejora de las variables fundamentales —superior quizás a la reflejada en las calificaciones soberanas— como un aumento de la tolerancia de los inversionistas al riesgo han contribuido a situar los diferenciales en sus reducidos niveles actuales. El estrechamiento de los diferenciales a comienzos de 2006 más allá de los niveles indicados por las variables económicas fundamentales sugiere que los mercados emergentes se están tornando más vulnerables a un reajuste de los precios.

## VII. El sector financiero

### Aspectos más destacados

La situación general del sector financiero en las economías industrializadas no experimentó cambios significativos durante el periodo analizado. La mayoría de las líneas de negocio continuó mejorando sus resultados, gracias al crecimiento de la demanda de crédito y de otros servicios relacionados con la actividad en el mercado de capitales, así como a la abundante provisión de liquidez y a las muy favorables condiciones crediticias. En aquellos casos en los que los riesgos se materializaron, las instituciones consiguieron salir airoso. Los excedentes de capital parecen suficientes para absorber los efectos de una eventual evolución adversa en el futuro inmediato.

Las fuentes potenciales de vulnerabilidad siguen inseparablemente vinculadas a la futura evolución macroeconómica y al ritmo de ajuste de los desequilibrios financieros. Han aparecido indicios que apuntan a la desaceleración de determinados tipos de actividad y al aumento de los riesgos en otros. Las instituciones financieras continúan expuestas a los riesgos habituales asociados con un probable retorno de los tipos de interés a niveles más normales y con un posible cambio de tendencia en el ciclo crediticio. Las entidades bancarias han visto intensificarse su exposición al riesgo inmobiliario y una eventual desaceleración del crecimiento del crédito podría poner en riesgo sus beneficios futuros.

En conjunto, es probable que los próximos años representen un mayor desafío para el sector financiero que los que acabamos de dejar atrás. Esto no hace sino incrementar la necesidad de gestionar adecuadamente los riesgos y de prepararse para afrontar tensiones tanto previstas como imprevistas. La gestión de riesgos para el sistema financiero en su conjunto depende fundamentalmente de la calidad de la información de que dispongan los agentes del mercado sobre la situación financiera de entidades comparables y contrapartes. El fortalecimiento del sistema financiero pasa por una relación fluida entre la normativa contable, las prácticas de gestión del riesgo en cada entidad y el marco prudencial. En el último apartado de este capítulo se analizan estas cuestiones con cierta profundidad.

### Resultados del sector financiero

En el ejercicio analizado, las entidades financieras continuaron, en general, mejorando sus resultados. Salvo contadas excepciones, la rentabilidad se mantuvo elevada y los sectores que afrontaron circunstancias adversas consiguieron superarlas sin demasiadas tensiones. Sin embargo, la constante intensificación de la competencia provocó nuevas reducciones de los

márgenes, que quedaron contrarrestadas por el rápido crecimiento en los volúmenes de negocio. Ahora bien, este crecimiento, podría ser vulnerable a cambios en el entorno macroeconómico.

### *Banca comercial*

Cuantiosos beneficios pese a la reducción de los márgenes de intermediación

Las entidades bancarias de la mayoría de las regiones obtuvieron buenos resultados, continuando así con la tendencia de los últimos años. Los márgenes financieros se estrecharon aún más como consecuencia de las presiones competitivas y del aplanamiento de las curvas de rendimientos, sobre todo en Estados Unidos. El aumento de los ingresos por intereses se debió, por tanto, al rápido crecimiento del crédito, que compensó la reducción de los márgenes. La rentabilidad sobre activos apenas varió, debido en gran medida a los menores gastos de explotación y a la escasa dotación de provisiones, mientras que la contribución de los ingresos distintos de intereses permaneció estable (véase el Cuadro VII.1).

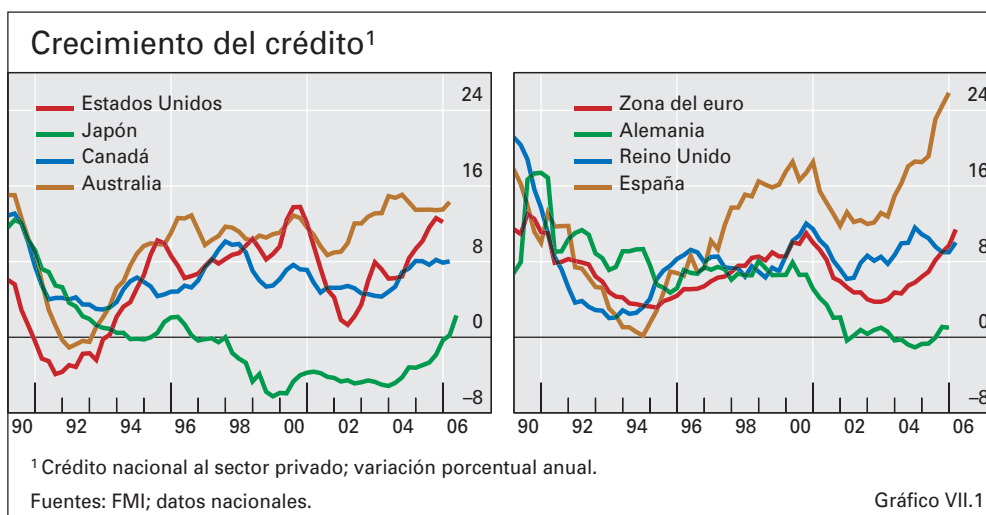
Los bancos estadounidenses registraron beneficios récord en 2005, con una rentabilidad medida sobre activos y sobre recursos propios ligeramente inferior a sus máximos históricos de 2003. Los principales bancos europeos también obtuvieron elevadas rentabilidades, si bien resulta difícil hacer comparaciones intertemporales al haberse aplicado por primera vez las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a la mayoría de las cuentas anuales. Aunque esta transición afectó a algunos epígrafes de las cuentas presentadas, incluyendo los márgenes financieros, los préstamos de dudoso cobro y los recursos propios, no parece que haya provocado demasiada volatilidad en los estados financieros.

Rentabilidad de los principales bancos <sup>1</sup>												
En porcentaje de los activos totales medios												
	Beneficio antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Estados Unidos (12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Canadá (5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Japón <sup>2</sup> (15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australia (4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Reino Unido <sup>3</sup> (9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Suiza <sup>3,4</sup> (5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Suecia <sup>3</sup> (4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Austria <sup>3</sup> (3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Alemania <sup>3,4</sup> (9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
Francia <sup>3,4</sup> (7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italia <sup>3</sup> (6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Países Bajos <sup>3,4</sup> (4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
España <sup>3,4</sup> (5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

<sup>1</sup> Entre paréntesis, número de bancos incluidos. <sup>2</sup> Para 2005, cocientes anualizados a partir de informes bancarios para el primer semestre. <sup>3</sup> Las cifras de 2005 se basan en las NIIF. <sup>4</sup> Datos preliminares para 2005.

Fuente: Fitch Ratings.

Cuadro VII.1



El negocio minorista continuó siendo vital para los buenos resultados financieros de las entidades bancarias. En muchos países, el aumento de los préstamos se concentró en el ramo hipotecario. En Francia y España, el rápido crecimiento de los créditos hipotecarios impulsó los ingresos en un contexto caracterizado por el auge del mercado inmobiliario. Asimismo, la gestión de activos y la venta de productos de pensiones y de seguros contribuyeron a la mejora de los ingresos distintos de intereses. La continua expansión del negocio minorista mostró pocos indicios de desfallecimiento e incluso podría ampliarse en países donde el endeudamiento personal continúa siendo relativamente bajo, como en Italia.

Crecimiento del negocio minorista...

El ritmo de crecimiento del crédito varió por países, ofreciendo una impresión de conjunto bastante heterogénea (véase el Gráfico VII.1). Los países con un débil crecimiento crediticio experimentaron cierta mejora, mientras que otros, como Australia, Canadá y el Reino Unido, registraron una ligera desaceleración. La robusta tasa de crecimiento del crédito del 11% en la zona del euro esconde diferencias sustanciales entre los distintos países. Mientras que en Alemania la concesión de préstamos apenas varió, en España se aceleró hasta incluso dificultar su financiación mediante depósitos, todo ello en un contexto de sólido crecimiento bancario tanto en el ámbito nacional como en América Latina. El crédito a empresas tomó impulso a ambos lados del Atlántico. Las condiciones de financiación para las empresas se relajaron, mientras que apenas cambiaron para las familias. En Estados Unidos, los préstamos empresariales e hipotecarios aumentaron a la par, si bien el crédito al consumo se desaceleró.

... y de la demanda de crédito

En lo que respecta a los costes, los bancos continuaron cosechando los beneficios de la reestructuración y la racionalización llevadas a cabo en etapas anteriores, mientras que el favorable entorno crediticio contribuyó a reducir aún más el porcentaje de préstamos morosos, sobre todo en el segmento comercial e hipotecario. En consecuencia, las provisiones sobre préstamos dudosos se redujeron hasta niveles históricamente bajos en varios países, ya que los bancos no se vieron afectados por ningún evento de crédito destacable. De hecho, desde 2004 no se han registrado quiebras bancarias en

Reducidos costes crediticios



Estados Unidos, el periodo más largo en los últimos 70 años. La diversificación entre países y líneas de negocio ayudó a las entidades bancarias a superar retos como desastres naturales, litigios y el aplanamiento de la curva de rendimientos. Las pérdidas crediticias en Estados Unidos se concentraron en gran medida en la financiación al consumo, en especial mediante tarjetas de crédito. Los cambios legislativos en materia de quiebras sólo explican en parte el sustancial aumento de solicitudes de declaración de quiebra personal a finales de 2005, ya que la situación financiera de los consumidores parece estar alcanzando en general niveles preocupantes. El ciclo crediticio ya da muestras de haber cambiado de tendencia en el Reino Unido. La subida de los tipos de interés y el encarecimiento de los servicios públicos, unidos al enfriamiento del mercado inmobiliario, hicieron mella en los consumidores británicos, que presentan un elevado endeudamiento. El número de quiebras personales aumentó, provocando con ello un incremento de los pagos en mora y de las provisiones de los bancos para la financiación al consumo, incluidas tarjetas de crédito. Sin embargo, es previsible que la rentabilidad, eficiencia y diversificación de los bancos británicos les permita hacer frente a un eventual deterioro.

Mejora de los  
balances en Japón

Los bancos japoneses se beneficiaron de la reducción de costes relacionados con créditos. Con la mejor rentabilidad que se recuerda en los últimos tiempos, las entidades japonesas pasaron página después de más de una década de debilidad. Los menores gastos por préstamos dudosos permitieron situar el resultado neto en territorio positivo, al tiempo que la mejora en la situación de las empresas ayudó a aliviar el problema de los préstamos morosos. El cociente entre este tipo de préstamos y los activos totales siguió reduciéndose en los principales bancos. Los beneficios no distribuidos también mejoraron la calidad de los fondos propios, reduciéndose el porcentaje de fondos públicos en el capital de primera categoría (Nivel 1), por debajo del 20%. La vuelta a la rentabilidad estuvo propiciada por las plusvalías latentes en renta variable, que previsiblemente compensarán las eventuales pérdidas en las carteras de renta fija en el supuesto de subidas de tipos de interés (véase el Capítulo IV). Aún más importante, la amplia recuperación económica presagia el regreso de la rentabilidad a la inversión crediticia, como apunta el hecho de que el crecimiento de los créditos fuera positivo por primera vez desde 1994.

Consolidación en  
Europa

Los intentos de expansión a través de la banca minorista y la promesa de eficiencia de costes asociada al mayor tamaño de los bancos han mantenido el interés por la consolidación en el sector bancario. La oleada previa de consolidación interna entre los mayores bancos de Estados Unidos dio paso a operaciones entre entidades pequeñas y medianas centradas en la consecución de una mejor diversificación geográfica. Los cambios en el panorama competitivo europeo fueron más heterogéneos. En Francia y Alemania continuó la integración de pequeños bancos minoristas nacionales en redes cooperativas. Sin embargo, lo novedoso fue el número de operaciones transfronterizas de mayor magnitud, que en muchos casos estuvieron protagonizadas por bancos italianos, ya fuera como adquirentes o

adquiridos, aunque en algunas de ellas participaron también bancos de la periferia de la zona del euro.

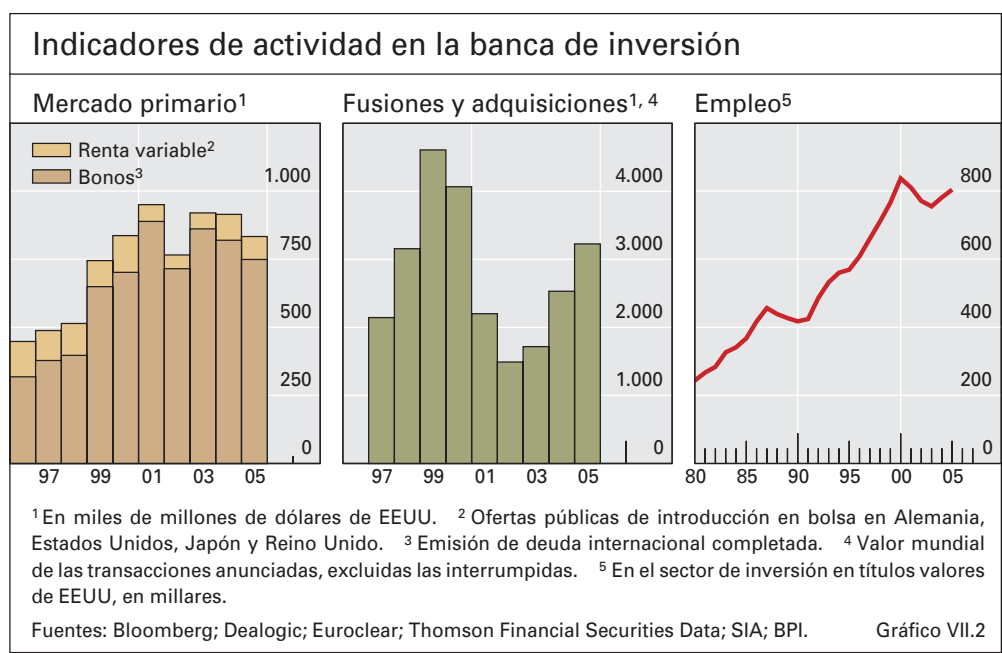
### Banca de inversión

La banca de inversión registró excepcionales resultados el pasado año. La rentabilidad sobre recursos propios se situó en una banda comprendida entre el 15% y el 30%, lo que refleja los beneficios inusualmente elevados obtenidos en varias líneas de negocio. Además de los ingresos tradicionales de la banca de inversión, muchas entidades lograron considerables beneficios de negociación. Las actividades de inversión se vieron impulsadas principalmente por el auge de las fusiones y adquisiciones (véase el Gráfico VII.2 y el Capítulo VI), que a su vez contribuyó tanto al negocio de asesoramiento como al de colocación de bonos, necesarios ambos para financiar este tipo de operaciones. Los analistas prevén que este segmento mantenga su vigor en vista del nivel de beneficios del sector empresarial y de las posibles operaciones proyectadas, en las que parece que se está incrementando tanto el tamaño como la tolerancia al apalancamiento.

Las fusiones y adquisiciones aumentaron los beneficios

Las comisiones por colocación y asesoramiento en fusiones y adquisiciones se concentraron en los principales bancos de inversión, quienes además financiaron mediante préstamos con pacto de recompra (*repo*) inversiones de mayor calado que en años anteriores. La pujanza de la negociación con materias primas y valores relacionados con la energía, así como el negocio ligado a las actividades de los fondos de capital inversión (*private equity funds*), proporcionaron nuevas e importantes fuentes de ingresos. Los bancos de inversión también aprovecharon otras líneas de negocio, como la suscripción de instrumentos de crédito y la oferta de servicios de intermediación a fondos de cobertura o inversión libre (*hedge funds*). Este sector está inmerso en un proceso de expansión, contratando

Expansión



activamente personal para compensar así buena parte de los recortes llevados a cabo a principios de la década.

### Fondos de cobertura o inversión libre

Tras un periodo de rápido crecimiento en la primera mitad de esta década, el sector de fondos de cobertura o inversión libre (*hedge funds*) vivió el año pasado la otra cara del éxito. Los resultados de sus inversiones financieras disminuyeron y se redujeron las nuevas inversiones, mientras que el interés de los inversionistas institucionales por este tipo de activos dio lugar a nuevos cambios en los marcos operativos.

En 2005, la rentabilidad cayó en toda la gama de estrategias de inversión de estos fondos, lo que refleja la creciente saturación de un sector en el que numerosos gestores tratan de explotar un conjunto limitado de oportunidades de inversión rentables (véase el Gráfico VII.3). Otro indicio de esta saturación fue el estrechamiento en las bandas de resultados entre diversas estrategias de inversión.

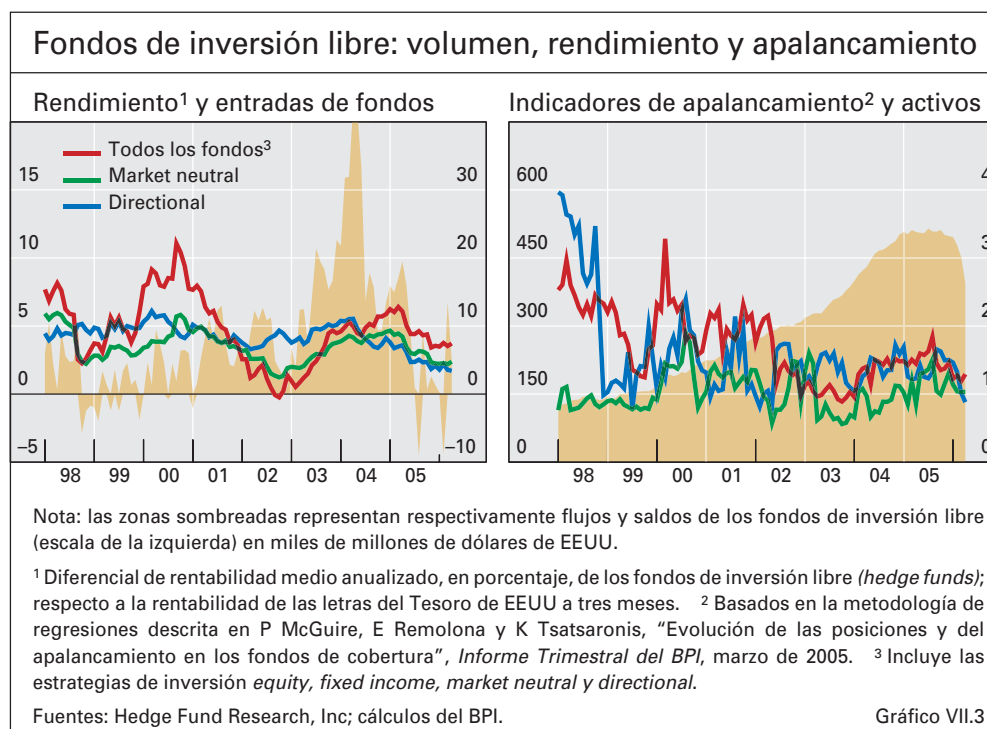
Como era de esperar dada la escasa rentabilidad, también se enfrió el interés de los inversionistas, medido por la tasa de nuevas suscripciones. Por primera vez desde el caso del LTCM, el sector registró en 2005 salidas netas durante varios meses. Además, se crearon menos fondos para reemplazar los liquidados por maduración de las inversiones.

A pesar de la desaceleración de la rentabilidad, se multiplicaron los indicios de que los fondos de inversión libre se han convertido en una alternativa de inversión aceptable para los inversionistas institucionales convencionales. Los vínculos entre el sector y las sociedades de gestión de activos y proveedores de servicios de banca privada más consolidadas continuaron estrechándose, incluyendo muchas de esas entidades los fondos

Los resultados de los fondos de cobertura empeoraron...

... las nuevas suscripciones se desaceleraron...

... y el perfil de los fondos pasó a ser más convencional



de inversión libre entre los productos ofrecidos a sus clientes. En muchos casos, esto se tradujo en la compra directa de fondos de fondos por estas entidades. La prolongada reducción de la volatilidad en la rentabilidad de estos fondos en los últimos años es otra consecuencia de la entrada de dinero institucional en el sector, ya que ha dado lugar a la imposición de requisitos más estrictos para la gestión del riesgo, publicación de información y coherencia en las estrategias de inversión.

### *Capital inversión*

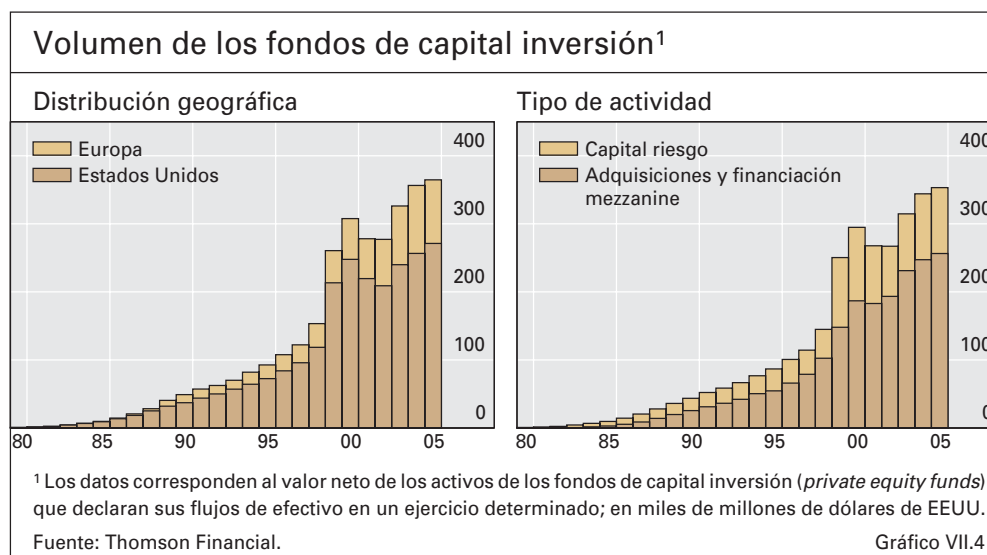
En los últimos años se ha producido un importante aumento de la actividad de los fondos de capital inversión (*private equity funds*), que se ha manifestado tanto en la captación de capitales como en su participación en operaciones de control corporativo. Diversos factores pueden explicar este mayor interés por las inversiones en capital inversión, incluido el desencanto de los inversionistas con los mercados bursátiles tras el estallido de la burbuja tecnológica, el entorno de rendimientos reducidos y las condiciones de liquidez extremadamente favorables. Al mismo tiempo, este auge de la actividad ha suscitado cierto temor sobre sus posibles consecuencias para la estabilidad financiera, debido a la importancia del apalancamiento en las estrategias de inversión de estos fondos.

Los fondos de capital inversión están constituidos por grupos de inversionistas especializados en proporcionar financiación a compañías de alto riesgo e intensivas en información a través de la participación en su capital. Existen dos tipos principales de fondos. El primero ofrece financiación a sociedades que no tienen acceso a los mercados bursátiles, como por ejemplo nuevas empresas con un elevado potencial de crecimiento pero que carecen de un historial consolidado o empresas medianas que necesitan financiación para superar dificultades financieras, transformar su estructura accionarial o comprar otras sociedades. El segundo tipo se especializa en adquisiciones de participaciones de sociedades cotizadas que posteriormente dejan de cotizar. Estas adquisiciones suelen financiarse en parte con deuda, lo que incrementa sustancialmente el apalancamiento financiero de la empresa adquirida. El beneficio de la inversión financiera se obtiene en forma de dividendos a medio plazo y del producto de la venta final de la sociedad, ya sea en el mercado privado o a través de una oferta pública de venta de acciones y salida a bolsa.

Los fondos de capital inversión se constituyen como sociedades en comandita simple (*limited partnership*) y las estructuras de incentivos de los socios son similares a las de otros vehículos de inversión arriesgados como los fondos de inversión libre. Las operaciones en las que participan requieren perspicacia financiera, habilidades directivas y espíritu emprendedor, dado que los socios participan activamente en la gestión de las sociedades en las que invierte el fondo. Los socios son recompensados con generosos esquemas de comisiones y retribuciones vinculadas al rendimiento, así como por la posibilidad de compartir con inversionistas externos una elevada tasa interna de rentabilidad objetivo sobre el activo invertido. Los fondos captan financiación de grandes fortunas y de diversos inversionistas institucionales,

Las estructuras de los fondos de capital inversión...

... recompensan la asunción de riesgos



como fondos de pensiones y fondos dotacionales, así como de otras empresas financieras y no financieras.

Desde finales de los años 90, el sector de capital inversión ha registrado un crecimiento muy significativo. A un periodo de rápido crecimiento de los activos gestionados en todas las categorías de fondos durante el auge de la inversión en tecnología, siguió una desaceleración moderada y puntual, antes de que el crecimiento se reanudase en los dos últimos años (véase el Gráfico VII.4). Aunque la mayoría de fondos operan en Estados Unidos, los fondos europeos han registrado recientemente un mayor crecimiento. Históricamente, los fondos de adquisiciones de participaciones empresariales (*buyout funds*) han constituido la mayoría de los activos de este sector. El ligero descenso de su participación en el total, en torno al punto álgido de la burbuja de inversión en compañías de Internet, se ha revertido gracias a la reciente reactivación de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas (véase el Capítulo VI).

En los dos últimos años se ha producido un fuerte incremento de los recursos captados por el sector en todo el mundo, que en 2005 ascendieron a 240.000 millones de dólares, cifra sólo superada en el año 2000, cuando alcanzó su apogeo la inversión en el sector tecnológico (véase el Gráfico VII.5). La remuneración en efectivo a los inversionistas ha seguido una pauta similar, si bien ha mostrado mayor volatilidad. Existe evidencia empírica, sin embargo, que apunta a que algunos fondos se decantan por un calendario de pagos más frecuentes a los inversionistas y socios, en lugar de ir acumulándolos al final en función de los ingresos obtenidos con la posterior venta de las inversiones. Las elevadas tasas de rentabilidad media de los fondos de capital inversión explican el interés de los inversionistas externos, a pesar de la volatilidad y la relativa falta de liquidez propias de este tipo de fondos (véase el Gráfico VII.5, panel derecho).

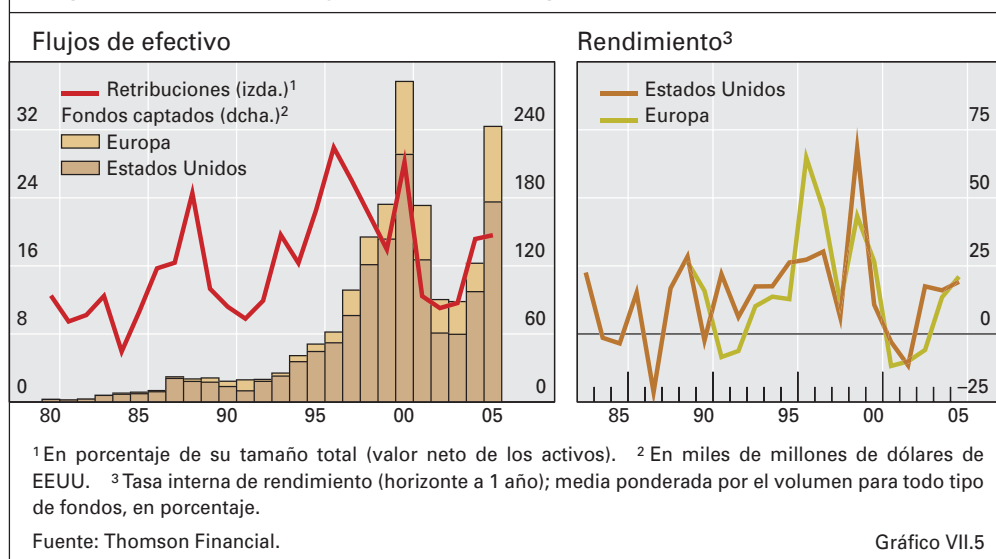
Los ciclos de actividad de los fondos de capital inversión responden a la disponibilidad y al coste de la financiación, así como a las tendencias generales de los balances empresariales. Las compras apalancadas de

Reciente auge de la actividad...

... de la captación de recursos...

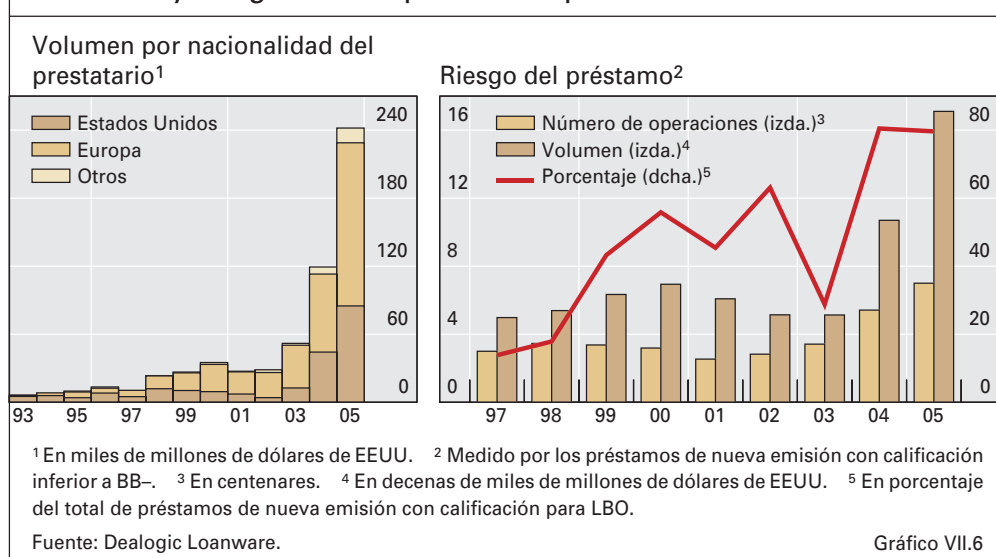
... y de la financiación para compras apalancadas

## Capital inversión: flujos de efectivo y rendimiento



empresas (LBO) se ven alentadas por tipos de interés reducidos y suelen tener por objetivo empresas cuyas acciones son menos rentables debido a unas estructuras de capital conservadoras. Los anteriores auges de actividad en LBO coincidieron con innovaciones del mercado, como el apogeo de los “bonos basura” a finales de la década de los 80 y el del capital riesgo dirigido hacia compañías de Internet a finales de los 90. Los bajos costes de financiación y una actitud más relajada frente al riesgo y al apalancamiento también parecen ser importantes motores de esta actividad en el ciclo actual. El reciente incremento del volumen de préstamos sindicados internacionales relacionados con operaciones de LBO ha sido muy destacable, superando en 2005 los 240.000 millones de dólares, en su mayoría préstamos organizados por cuenta de prestatarios europeos (véase el Gráfico VII.6). Igualmente significativo ha sido el descenso de la calidad crediticia de estos préstamos.

## Volumen y riesgos de los préstamos para LBO



Alrededor del 80% de los préstamos relacionados con LBO son instrumentos de alta rentabilidad, un porcentaje más de seis veces superior al que se registra en el conjunto del mercado de préstamos sindicados.

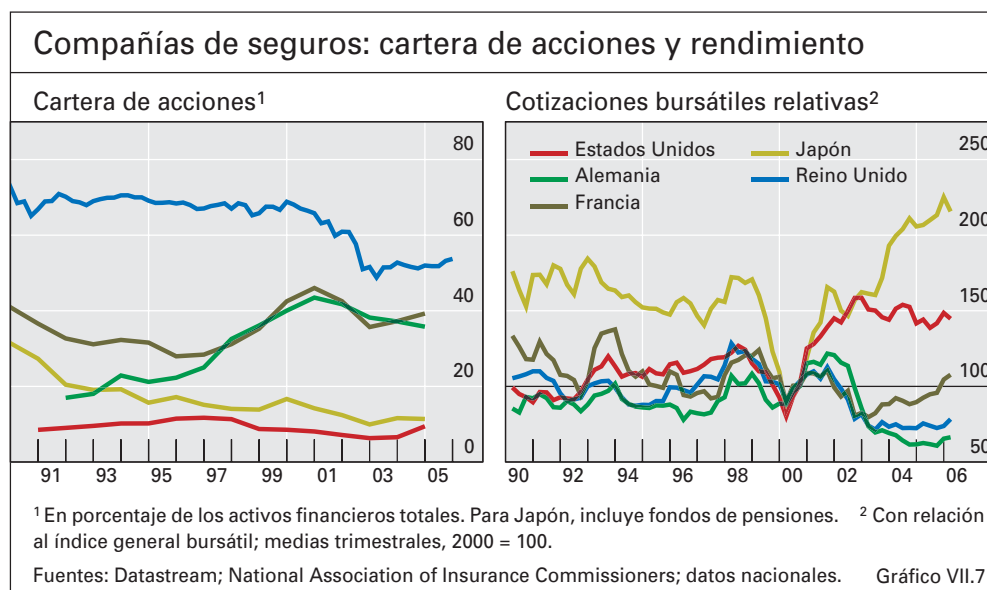
### Sector asegurador

La favorable coyuntura de los mercados financieros impulsó los resultados de las compañías de seguros de vida en 2005. En cambio, ese año ha sido el menos boyante de la historia del ramo de no vida y el sector reasegurador, principalmente por la elevada siniestralidad relacionada con catástrofes naturales.

La solidez financiera de las compañías de seguros de vida continuó mejorando. La positiva evolución de los mercados bursátiles mejoró los resultados de la inversión e incrementó los excedentes de recursos propios (véase el Gráfico VII.7). Las compañías japonesas de seguros de vida ampliaron sus márgenes de solvencia gracias al aumento de los ingresos por primas, al menor número de pólizas rescindidas y a las plusvalías latentes generadas por unos mercados bursátiles alcistas. Los seguros *unit-linked* rentables (seguros de vida de prima única ligados a fondos de inversión) adquirieron popularidad en el Reino Unido y en Francia al mejorar las expectativas de rentabilidad del mercado bursátil. Con todo, los reducidos tipos de interés a largo plazo continuaron lastrando a algunas compañías europeas de seguros de vida que habían estado vendiendo productos con elevadas tasas garantizadas, por lo que las presiones sobre la solvencia no desaparecieron por completo.

La intensa competencia, la mejora de la capitalización y la búsqueda de eficiencia operativa propiciaron la consolidación del ramo de vida. En Europa, esta tendencia se ha materializado durante los últimos dos años en fusiones y adquisiciones a pequeña escala. Por el contrario, los principales grupos financieros y no financieros estadounidenses segregaron sus divisiones de seguros de vida o las vendieron a otras aseguradoras.

Las compañías de seguros de vida se refuerzan



Las aseguradoras del ramo de vida se enfrentan a un riesgo potencial derivado de la lentitud con que se está incorporando a la valoración de sus balances el mayor riesgo previsto de longevidad. Asimismo, los mecanismos de transferencia para este tipo de riesgo todavía no están totalmente consolidados. La demanda de bonos a largo plazo vinculados a las expectativas de vida (bonos de longevidad) continúa siendo limitada, al igual que la capacidad del sector reasegurador para cubrir este riesgo.

El ramo de no vida tuvo que hacer frente a indemnizaciones récord en 2005, que se prevé que casi dupliquen la cifra de 2004. Tres huracanes en el Caribe fueron los causantes de la mayoría de las pérdidas aseguradas en este sector en todo el mundo. Por consiguiente, las compañías estadounidenses de seguros de responsabilidad civil y accidente sufrieron sus mayores pérdidas por catástrofes, en relación al tamaño del sector, desde el terremoto de San Francisco de 1906. A pesar del continuo descenso de los beneficios por suscripción de pólizas, el ramo de no vida en Estados Unidos hizo gala de una gran capacidad de recuperación, favorecido por el crecimiento de los ingresos por inversiones y por la transferencia del riesgo al sector reasegurador.

El ramo de no vida hizo frente a reclamaciones históricas...

Los cuantiosos rendimientos por inversión y una adecuada diversificación permitieron a la mayoría de las reaseguradoras afrontar la elevada siniestralidad por catástrofes del año pasado. Sin embargo, varias reaseguradoras especializadas con sede en las Bermudas sufrieron un deterioro de su capital y rebajas en su calificación crediticia. La tendencia creciente de las pérdidas por siniestros asegurados a raíz de la creciente severidad de los huracanes, la mayor densidad de población y la fuerte escalada en el mercado inmobiliario en las zonas costeras son constantes desafíos para el sector.

... con éxito

El sector asegurador europeo se enfrenta a varios retos relacionados con cambios en el marco institucional. En el periodo analizado, el proyecto Solvencia II siguió adelante, con un activo debate entre las autoridades y el sector. Es probable que este proyecto acreciente el interés de la industria por la gestión de riesgos. En lo que respecta a su aplicación, el nuevo marco regulador para los requerimientos de solvencia de las aseguradoras europeas interactuará con los cambios propuestos en las normas de presentación de información financiera. La adopción de las NIIF en Europa comenzó en 2005 y sus efectos aún están por determinar. La fase de implementación actual puede incrementar la volatilidad de los beneficios, ya que la aplicación de la contabilización al valor razonable a más categorías de activos de las aseguradoras podría no encontrar correspondencia en los actuales principios de valoración aplicados al pasivo. En previsión de una posible aplicación plena de la contabilidad al valor razonable también para el pasivo, las aseguradoras se han centrado en cuadrar su activo y su pasivo invirtiendo más en bonos a largo plazo y reduciendo su exposición a la renta variable (véase el Capítulo VI).

Desafíos para los reguladores en Europa

### *Fondos de pensiones*

Varios acontecimientos que han afectado a los fondos de pensiones de empresas han captado la atención de analistas y reguladores en los últimos



Financiación  
insuficiente de los  
fondos de  
pensiones

años. Los niveles de financiación se han deteriorado como consecuencia del entorno de escasa rentabilidad desde principios de la presente década. La reducida rentabilidad de las carteras de activos se vio agravada por el efecto de sobrevaloración por las bajas tasas de descuento utilizadas para valorar el pasivo. A la incidencia de estos factores se sumó el hecho de que numerosos promotores aprovecharon el favorable entorno inversor de la segunda mitad de los años 90 para reducir los niveles de aportaciones basándose en extrapolaciones optimistas que preveían unos niveles de rentabilidad excesivamente elevados.

Los cambios en el  
marco regulador...

Se espera que una serie de importantes modificaciones en el marco institucional que regula los fondos de pensiones empresariales tenga una influencia duradera en su perfil y en su comportamiento inversor. En varias jurisdicciones se están aplicando nuevas normas que reducen el nivel mínimo de financiación permitido a partir del cual el promotor está obligado a incrementar las aportaciones a los planes de pensiones. Además, las nuevas normas contables se decantan por contabilizar los activos y pasivos asociados con prestaciones post empleo a su valor de mercado actual, limitando así la discrecionalidad de los promotores para utilizar la rentabilidad prevista al valorar sus activos y para suavizar la oscilación a lo largo del tiempo de las tasas de descuento para el pasivo.

... pueden afectar a  
la asignación de los  
activos...

El efecto inmediato de estos cambios ha sido una mayor concienciación de las empresas y de sus partes interesadas externas sobre la magnitud de las cuestiones relacionadas con los compromisos de los fondos por pensiones no respaldados por activos. Las nuevas normas resaltan la importancia de una adecuada gestión del riesgo en relación con estos compromisos y deberían hacer más transparentes los vínculos entre la situación financiera de los planes de pensiones y los beneficios de las empresas. Asimismo, estas normas parecen haber influido en las decisiones de inversión de los planes de pensiones. Las crecientes asignaciones de las carteras a valores de renta fija con vencimiento a más largo plazo serían un intento de protegerse frente a la volatilidad de los compromisos por pensiones generada por las fluctuaciones de los tipos de interés (véase el Capítulo VI).

... y a la estructura  
de los fondos

Es probable que estos cambios estructurales aceleren el abandono paulatino de los planes de prestaciones definidas a favor de los de aportaciones definidas, lo que viene sucediendo desde hace algún tiempo en muchos países. Queda por ver cuáles serán los efectos de estos cambios sobre la demanda de las distintas clases de activos y sobre la propia dinámica del mercado. Una cuestión más general es si esos cambios también repercutirán en los patrones de financiación de la economía en su conjunto y en los tipos de inversión por los que se decantan los mercados.

## Vulnerabilidades

De cara al futuro, las principales fuentes de vulnerabilidad surgen del ritmo al que puede cambiar el actual entorno de abundante liquidez. Esto podría tener consecuencias para la sostenibilidad de los balances de los hogares y las empresas, en caso de que una inversión de las condiciones de liquidez alterara

sustancialmente los precios de los activos, lo que a su vez podría llegar a afectar a la solidez de las instituciones financieras.

*Factores que podrían reducir la rentabilidad de los bancos*

La persistencia en los últimos años de elevados niveles de rentabilidad generalizada entre los bancos, en un contexto de bonanza económica, lleva a cuestionarse su sostenibilidad a largo plazo. Este interrogante resulta especialmente relevante dada la posibilidad de subidas de los tipos de interés o de deterioro de las condiciones de los mercados de capitales. Es probable que las circunstancias que influyen en los márgenes financieros y en el riesgo de crédito generen más incertidumbre sobre los futuros resultados de los bancos en los años venideros. Los márgenes financieros han tendido a disminuir en muchos países desde la década de los 90, en parte como consecuencia de la intensificación de las presiones competitivas. Por otra parte, los ingresos por comisiones asociados al aumento de la actividad minorista han empujado al alza los ingresos distintos de intereses. Unido a estas tendencias de largo plazo, los componentes de los beneficios de los bancos han fluctuado en función de variaciones cíclicas de los ingresos, el crédito y los tipos de interés.

Los márgenes de intermediación tienden a la baja

Las relaciones históricas entre los distintos componentes de la cuenta de resultados bancaria y los indicadores macroeconómicos generales pueden orientar sobre los riesgos que la futura evolución económica podría acarrear para los beneficios de las entidades bancarias (véase el Cuadro VII.2). Los márgenes de intermediación suelen reaccionar positivamente ante las subidas de los tipos de interés y ante una pendiente más pronunciada en la curva de rendimientos, ya que los intereses de los préstamos bancarios se ajustan más rápidamente que los aplicados a sus pasivos (véase el panel izquierdo del Cuadro VII.2). Los márgenes de los bancos norteamericanos y británicos parecen menos sensibles a los cambios de la curva de rendimientos que los

Las subidas de los tipos de interés mejoran los márgenes...

Sensibilidad de los ingresos a las condiciones cíclicas <sup>1,2</sup>							
	Margen de intermediación			Ingresos distintos de intereses <sup>3</sup>	Provisiones para pérdidas <sup>3</sup>		
	Diferencial de rentabilidad <sup>4</sup>	Tasa a un mes	Crecimiento del PIB		Volumen de contratación en bolsa en relación al PIB	Tasa a un mes <sup>5</sup>	Crecimiento del PIB <sup>5</sup>
Estados Unidos (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Canadá (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Reino Unido (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Alemania (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
Francia (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Nota: Los coeficientes denotan la oscilación en puntos básicos que correspondería a una variación de 1 punto porcentual en la correspondiente variable; \* y \*\* indican respectivamente que existe una significación estadística en niveles del 10% y del 5%.  
<sup>1</sup> Entre paréntesis, número de grandes bancos incluidos. <sup>2</sup> Regresión con efectos fijos, utilizando datos panel, sobre una constante, sobre los cocientes préstamos/activos de cada banco y sobre las variables macroeconómicas indicadas bajo cada epígrafe. Período de la observación 1990/91 a 2004/05, anual. Las variables macroeconómicas corresponden a promedios anuales. <sup>3</sup> Cifras normalizadas por los activos totales. <sup>4</sup> Entre el rendimiento de referencia a 10 años y el rendimiento a un mes. <sup>5</sup> Con un retardo de 1 año.

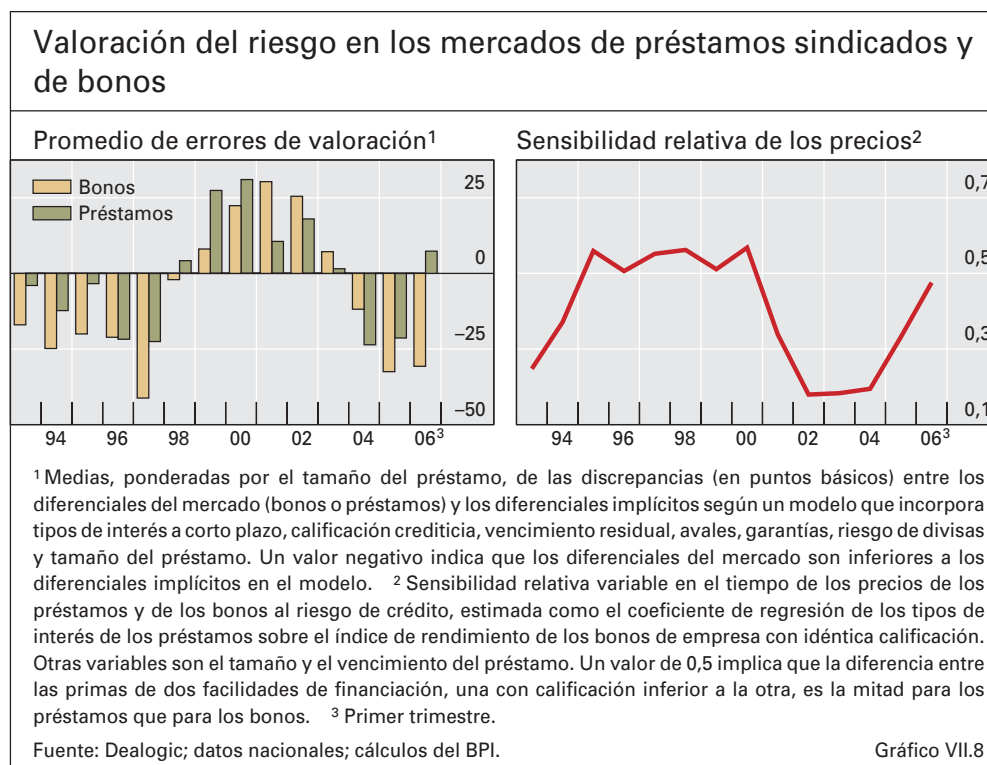
Fuentes: Fitch Ratings; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro VII.2

de sus homólogos de Europa continental, tal vez por la mayor competencia entre la banca tradicional en Norteamérica y el predominio de los préstamos a tipo de interés variable en el Reino Unido. Los incrementos de los tipos de interés y las desaceleraciones de la actividad económica conllevan aumentos de los costes crediticios, aunque normalmente con cierto retraso (véase el panel derecho del Cuadro VII.2).

... pero también incrementan las provisiones

Estos patrones históricos podrían servir de base para esbozar los efectos que podría tener para los beneficios de los bancos la previsible evolución macroeconómica en los próximos años. Es probable que las subidas de los tipos de interés amplíen los márgenes financieros, sobre todo en los países de Europa continental, mientras que un aplanamiento de la curva de rendimientos tendrá el efecto contrario. Al mismo tiempo, un repunte de los tipos de interés también puede repercutir en mayores dotaciones de provisiones por préstamos de dudoso cobro, contrarrestando así parte del posible aumento de los márgenes. La dotación de provisiones suele aumentar en las fases de desaceleración económica, algo que podría entrañar dificultades en todas las líneas de negocio.

Además, tras un periodo de condiciones crediticias favorables, es posible que los diferenciales que incorporan las carteras de préstamos de los bancos no compensen totalmente el aumento de las provisiones una vez se deteriore la calidad crediticia. La reciente evolución del mercado de préstamos sindicados sugiere que los precios de los préstamos empiezan a tornarse más sensibles al riesgo, revirtiendo hacia valores más próximos al promedio del ciclo de crédito (véase el Gráfico VII.8). Sin embargo, conforme la cartera de préstamos contratados durante el periodo 2002–04 entre en la fase del ciclo en la que la incidencia de los impagos suele ser mayor, sus diferenciales



especialmente estrechos pueden lastrar los beneficios de los bancos. Estas consideraciones aconsejan prudencia a la hora de proyectar los resultados actuales al futuro próximo.

### *Exposición a los mercados inmobiliarios*

En la actualidad, la actividad relacionada con el sector inmobiliario constituye un componente en rápida expansión del negocio de las entidades bancarias y de sus beneficios. La tasa de crecimiento de los préstamos para la financiación inmobiliaria ha superado a la de los préstamos empresariales o al consumo en muchos países. Esta situación podría acarrear problemas, ya sea por un crecimiento excesivo del mercado de inmuebles comerciales o por un enfriamiento del segmento residencial. De hecho, este último ha dado síntomas de desaceleración tras muchos años de crecimiento excepcional.

En la mayoría de países, el sector inmobiliario comercial se ha sobrepuesto a la debilidad de las variables fundamentales. En concreto, las tasas de desocupación se han reducido y los precios inmobiliarios se han recuperado con respecto a 2004 (véase el Cuadro VII.3). Al mismo tiempo, en muchos países la exposición de las entidades de crédito al sector inmobiliario de uso comercial ha aumentado rápidamente en comparación con el capital

La exposición a los inmuebles comerciales es más elevada...

Precios de los inmuebles de uso comercial <sup>1</sup>							
	Variación nominal <sup>2</sup>			Nivel <sup>6</sup>	<i>Pro memoria: Tasas de desocupación de oficinas<sup>7</sup></i>		
	1996–2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
Estados Unidos	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Japón	-9,0	-9,6	-7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Alemania	-1,2	-4,1	-5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Reino Unido	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
Francia	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Canadá	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
España	1,8 <sup>3</sup>	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Países Bajos	2,9	-1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australia	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Suiza	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Suecia	2,6	-1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Noruega	0,8 <sup>4</sup>	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Dinamarca	1,3 <sup>4</sup>	-1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finlandia	1,1 <sup>5</sup>	-2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irlanda	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

<sup>1</sup> Para Australia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del terreno. <sup>2</sup> Variación porcentual anual. <sup>3</sup> 2000–04. <sup>4</sup> 1999–2004. <sup>5</sup> 1997–2004. <sup>6</sup> Periodo en el que los precios de los inmuebles comerciales en términos reales alcanzaron su nivel máximo=100. <sup>7</sup> Porcentaje de espacio de oficinas disponible de manera inmediata (incluidos subarrendamientos) en todos los edificios ya construidos dentro de un mercado con respecto a la oferta total. Para Estados Unidos y Suiza, en todo el país; para Alemania, Australia, España, Francia y Países Bajos, promedio de las principales ciudades; para el resto de países, las capitales.

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

Cuadro VII.3

y los activos. En Estados Unidos, por ejemplo, los préstamos para inmuebles comerciales se han incrementado un 80% durante los últimos cinco años y actualmente representan el 13,5% del total de activos de la banca comercial, igualando el máximo del ciclo anterior, alcanzado en 1988. De forma similar, en el Reino Unido, cerca del 40% de los préstamos bancarios a empresas no financieras se concede a sociedades inmobiliarias, cuando hace cinco años el porcentaje de préstamos a ese segmento rondaba el 20%. Incluso los bancos japoneses tuvieron un extraordinario incremento del 44% en nuevos préstamos a sociedades inmobiliarias en el tercer trimestre de 2005, hasta alcanzar los 2,7 billones de yenes, una tasa de crecimiento equiparable al auge de la segunda mitad de los años 80.

... y está más concentrada

En Estados Unidos, el préstamo para la compra de inmuebles comerciales está muy concentrado en determinados grupos de bancos. Los incrementos han sido especialmente destacables entre las entidades pequeñas y medianas, cuyos préstamos para inmuebles comerciales representan actualmente cerca del 30% de su activo total. Por el contrario, la exposición de los bancos de mayor tamaño es bastante moderada, con un porcentaje medio del 8,6%.

La elevada exposición al mercado inmobiliario comercial podría poner en peligro la estabilidad financiera, en particular dado el alto grado de concentración de las exposiciones. El entorno de tipos de interés bajos de los últimos años ha reducido la cuantía de los pagos por intereses e incrementado los flujos de efectivo de los prestatarios, contribuyendo así a que las tasas de morosidad de los préstamos para inmuebles comerciales alcancen niveles históricamente bajos. Si los tipos de interés subieran, es muy probable que se deteriore la calidad crediticia. De hecho, los reguladores de Estados Unidos y Japón ya han manifestado su preocupación por las condiciones que determinadas entidades bancarias aplican a este tipo de préstamos.

Si bien la situación actual presenta ciertas similitudes con los primeros años de la década de los 90, es improbable que se generen tensiones similares. En primer lugar, el ciclo de los inmuebles comerciales se hallaba entonces en su punto álgido, mientras que en el episodio actual está remontando desde su mínimo cíclico, lo que sugiere que el riesgo de impagos generalizados entre los prestatarios en caso de una caída de precios es reducido. En segundo lugar, el continuo crecimiento de los mercados de negociación de valores inmobiliarios permite diversificar mejor parte de su riesgo de crédito entre los inversionistas y puede decirse que ha tenido un efecto moderador sobre los ciclos de los inmuebles comerciales.

Un posible debilitamiento de los mercados de la vivienda...

En el segmento residencial, la demanda de financiación para la compra de vivienda se ha ido enfriando en algunos países, mientras que en otros se mantiene vigorosa, lo que refleja la heterogénea evolución de los precios de los inmuebles (véase el Cuadro VII.4). En el Reino Unido y Australia, los precios de la vivienda aumentaron ligeramente en 2005, mientras que en Alemania y en Japón, que aún no se han recuperado de su ciclo anterior, volvieron a descender (véase el Capítulo II). En cambio, en la mayoría de los restantes países europeos, los mercados de la vivienda mantuvieron su pujanza. Lo mismo ocurrió en el mercado estadounidense durante buena parte del año, si bien desde finales de 2005 se han observado indicios de una

Precios de la vivienda y deuda hipotecaria					
	Precios de la vivienda <sup>1</sup>				Variación de deuda hipotecaria para vivienda 2005 <sup>2</sup>
	Variación anual		Variación desde el max. 2005	Fecha del máximo	
	1996-2004	2005			
Estados Unidos	7,1	13,0	0,0	2005 T4	4,6
Japón	-3,9	-4,7	-40,0	1991 S1	-0,0
Alemania	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4
Reino Unido	12,3	2,2	-0,5	2005 T3	4,7
Francia	9,2	9,0	0,0	2005 S2	3,1
Italia	6,4	7,2	0,0	2005 S2	2,0
Canadá	5,5	10,5	0,0	2005 T4	1,7
España	11,1	12,9	0,0	2005 T4	9,4
Países Bajos	9,0	6,4	-0,6	2005 T3	6,0
Australia	10,1	2,3	0,0	2005 T4	3,9
Suiza	1,6	1,5	-10,0	1989 T4	2,8
Suecia	8,6	10,5	0,0	2005 T4	4,0
Noruega	7,9	7,5	-0,7	2005 T2	1,6
Dinamarca	6,7	21,3	0,0	2005 T4	7,2
Finlandia	7,2	9,0	0,0	2005 T4	3,4
Irlanda	14,0	9,4	0,0	2005 T4	9,6

<sup>1</sup> Las cifras corresponden al final del periodo; variación nominal, en porcentaje; para Japón, precios del terreno. <sup>2</sup> En puntos porcentuales del PIB.

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

Cuadro VII.4

inminente pérdida de vigor, como indica la desaceleración de las solicitudes de hipotecas y de la venta de viviendas de segunda mano.

Las características de la financiación de inmuebles residenciales han cambiado recientemente en varios países. La relajación de las condiciones crediticias debido a la competencia y al mayor recurso a la titulización ha propiciado un significativo incremento de los préstamos a hogares que presentan más riesgos. En 2005, la concesión en Estados Unidos de crédito hipotecario a familias que no cumplen los requisitos para obtener una hipoteca tradicional se multiplicó por siete con respecto a su volumen de 2000. Las hipotecas a prestatarios con un historial crediticio dudoso también han aumentado significativamente en el Reino Unido. Además, se han multiplicado los productos hipotecarios con opciones de amortización flexibles. Así por ejemplo, aproximadamente una tercera parte de las hipotecas concedidas en Estados Unidos en 2005 incluía la opción de pagar sólo intereses durante un periodo de carencia, frente al 1,5% de 2001.

Es probable que el ritmo de evolución de los precios de la vivienda y de los tipos de interés determine la incidencia del ajuste previsto en aquellos países donde los precios de los inmuebles residenciales parecen rozar ya su máximo. Las entidades de crédito dan muestras de estar suficientemente protegidas contra el impacto directo de un aumento de las tasas de morosidad, que podría ocurrir por la coincidencia en el tiempo de unos tipos de interés más elevados con el fin de periodos de carencia de hipotecas anteriores con condiciones de amortización flexibles. Sin embargo, el efecto indirecto

... afectará de forma indirecta a los bancos

en los bancos de una posible desaceleración económica provocada por la contracción del gasto de los consumidores y de la actividad constructora será probablemente más importante, aun cuando siga siendo más difícil de calcular (véase el Capítulo II). Este riesgo está más acentuado en aquellas economías que exhiben mayores niveles de deuda hipotecaria.

## Presentación de información financiera y gestión del riesgo financiero

Las nuevas normas contables...

Varios acontecimientos del periodo analizado centraron la atención del mercado en la influencia que las normas de presentación de información financiera ejercen en la toma de decisiones de empresas e inversionistas. Los analistas del mercado debatieron sobre los efectos que probablemente tendrían las normas internacionales de contabilidad en su primer año de aplicación, sobre la volatilidad de los beneficios y las valoraciones de las acciones de las compañías cotizadas en la Unión Europea. Debates similares rodearon la introducción de una serie de normas en Estados Unidos. Por último, como ya hemos explicado, se consideró probable que la aplicación de nuevas normas de contabilidad a los planes de pensiones en varias jurisdicciones tuviera un peso significativo en las decisiones de asignación de activos y asunción de riesgos de los planes de pensiones empresariales.

... suscitaron el debate

En términos generales, estos cambios consistieron en la utilización más generalizada de valoraciones basadas en el mercado, en detrimento de las valoraciones al coste histórico, con reflejo tanto en el balance como en la cuenta de resultados. Los debates entre los reguladores contables y los usuarios de las normas se centraron en la posible incidencia de estos cambios en la gestión del riesgo por las empresas. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, el debate se centró en las consecuencias para la economía en su conjunto de la disponibilidad y el uso de capital riesgo, así como de la dinámica de los precios de los activos.

La presentación de informes financieros...

Estas cuestiones están relacionadas con las dos principales funciones económicas de la presentación de informes financieros: informar sobre el rendimiento de los recursos utilizados y facilitar su gestión. La gestión de los recursos depende de una adecuada y fiable medición de los insumos y los resultados finales. Las partes interesadas externas, como los inversionistas y los reguladores, necesitan información financiera exacta y representativa proporcionada por las empresas para formarse una opinión independiente sobre su estado actual y sus perspectivas de futuro, así como para poder cotejar sus resultados con los de empresas comparables y competidoras. Asimismo, las normas de intervención formal para la transferencia del control de los recursos se basan normalmente en información contable. Un claro ejemplo es el de los respectivos derechos de control de los tenedores de renta variable y renta fija ante un supuesto de insolvencia. De forma similar, las normas de intervención de las autoridades supervisoras también están condicionadas por las valoraciones

contables del activo y el pasivo de la empresa y por las correspondientes medidas del riesgo.

Existe una relación bidireccional entre las normas contables y la toma de decisiones. La contabilidad sirve de punto focal para las partes interesadas externas, incluidos los supervisores, que desean evaluar los resultados de una empresa, por lo que condiciona inevitablemente las decisiones de sus directivos. A la inversa, el conjunto de incentivos que influyen en las decisiones del equipo directivo afecta también a su actitud hacia el riesgo. El efecto conjunto de los cambios normativos y la adopción de decisiones puede incidir a su vez sobre las valoraciones y los precios de mercado, como ocurre especialmente en las rúbricas de los informes financieros que incluyen más elementos prospectivos y valoraciones de riesgos.

... interactúa con la toma de decisiones...

La estimación del valor no es un ejercicio teórico exento de ambigüedad, ya que con frecuencia exige formarse un juicio sobre hechos futuros así como evaluar la relación rentabilidad/riesgo asociada a un elemento concreto. Sin embargo, la capacidad de las medidas de valor incluidas en los estados financieros para reflejar la información disponible ha mejorado gracias a procesos complementarios ocurridos durante las tres últimas décadas: la expansión de los mercados de instrumentos de transferencia del riesgo y los avances de la tecnología de medición de riesgos.

... y con la medición del riesgo...

Los mercados de transferencia del riesgo han ganado en liquidez y amplitud, expandiendo enormemente la gama de instrumentos disponibles para facilitar la adaptación del riesgo financiero a las necesidades y circunstancias específicas de los distintos agentes del mercado. Los mercados de derivados han surgido por doquier; los últimos en aparecer han sido los mercados de transferencia del riesgo de crédito. Las estructuras de titulización se utilizan cada vez más para agrupar y reasignar el riesgo financiero (véase el Capítulo VI). Desde la óptica de la presentación de información financiera, cabe destacar que estas innovaciones han generado precios de mercado fácilmente observables para un catálogo de riesgos cada vez más diferenciado, mejorando notablemente la determinación de precios de instrumentos que hasta la fecha eran difíciles de valorar.

... a través de los precios de mercado...

Por útiles que sean para realizar valoraciones prospectivas, los precios de mercado presentan un inconveniente importante: su relativa opacidad en lo que respecta a los determinantes del valor. Los precios observados contienen primas de riesgo que están directamente relacionadas con las opiniones de los agentes del mercado sobre el riesgo para los futuros flujos de caja y con su actitud hacia la asunción de riesgos. Diferenciar la influencia relativa de estos dos factores en un momento dado es un ejercicio muy subjetivo, debido en buena medida a que ambos varían a lo largo del tiempo (véase el Capítulo VI). Las valoraciones del riesgo están sujetas a revisión en función de la información nueva que vaya conociéndose. La actitud efectiva de los inversionistas hacia el riesgo puede verse afectada por las condiciones del mercado, la disponibilidad y el coste de la financiación externa y los resultados recientes. Por lo tanto, la variabilidad de los precios de mercado puede deberse, al menos en parte, a variaciones temporales de la propensión al riesgo, en vez de a cambios fundamentales en los flujos de efectivo previstos.



Aún más importante, las fluctuaciones de los precios de mercado pueden influir a su vez en la actitud efectiva de los inversionistas hacia el riesgo, produciendo un efecto más permanente sobre las valoraciones.

... y los modelos de riesgo

Junto a la mayor liquidez de los mercados de transferencia del riesgo, los avances en las técnicas de medición del riesgo también han mejorado la precisión de las valoraciones de elementos del balance que resultan complejos y poco líquidos (valoración ajustada a un modelo o *mark-to-model*). Las innovaciones en la valoración de instrumentos derivados se han transferido con éxito a otros contextos, como la valoración del riesgo de crédito y de las opciones implícitas en los contratos financieros. Las nuevas técnicas de modelización proporcionan valiosas herramientas para la medición y gestión del riesgo en el conjunto de la empresa. Las decisiones de inversión y cobertura se apoyan cada vez más en el análisis del activo y del pasivo a partir de modelos prospectivos de valoración y riesgo, calibrados en función de los precios observados, aunque con frecuencia haciendo extrapolaciones para abarcar una gama más amplia de instrumentos. Con independencia de su sofisticación, la fiabilidad de los modelos depende esencialmente de la validez de los supuestos en que se basan. Además, las valoraciones derivadas de modelos no son inmunes a la influencia de los mismos factores con variabilidad temporal que afectan a los precios de mercado, ya que están basadas en relaciones históricas entre precios observados y suelen estar calibradas para reflejar la evolución reciente de dichos precios. Sin embargo, y a pesar de esas deficiencias, los modelos de riesgo pueden ayudar a comprender mejor sus factores determinantes, al adaptarse con más facilidad a la identificación y el análisis de las primas de riesgo.

Los principios de valoración repercuten en...

Los distintos principios de valoración se basan de forma diferente en el coste histórico, los precios de mercado, los modelos y las estimaciones internas del valor. Al adoptar perspectivas diferentes, consiguen aunar de formas distintas aspectos deseables de la información financiera, como la precisión, la fiabilidad y la posibilidad de comprobar y cotejar los datos. Por ejemplo, la contabilidad al coste histórico proporciona estimaciones del valor a lo largo del tiempo fácilmente predecibles, muy ligadas a acontecimientos pasados fáciles de identificar. En cambio, los principios de valoración basados en estimaciones prospectivas del valor pueden incorporar mejor las circunstancias nuevas, a costa de una posible mayor volatilidad del valor con el paso del tiempo. Este contraste se hace particularmente evidente en el caso de valores financieros en los que la oscilación diaria de su precio de mercado puede generar, en ocasiones, sustanciales plusvalías o minusvalías latentes si la cartera se ha valorado al coste histórico. Es más, mientras que algunos principios permiten que la valoración de activos y pasivos específicos se realice con datos facilitados por las empresas (como su estimación de beneficios futuros, tasas de descuento basadas en las características de la cartera, sinergias con otros activos, etc.), otros, como la contabilidad al valor razonable o al coste histórico, buscan generar valores idénticos, con independencia del contexto específico. Si bien los valores obtenidos con el primer criterio resultan más relevantes para la toma de decisiones internas, la contrapartida es una dependencia relativamente mayor de modelos internos

desarrollados a partir de supuestos potencialmente opacos. Ejemplo de ello es el debate actual en torno al tratamiento contable de los pasivos bancarios por depósitos a la vista.

La normativa contable trata de fijar un marco para la presentación de información que no influya en las decisiones económicas. Sin embargo, como acabamos de explicar, la elección del principio de valoración tiene importantes consecuencias para la toma de decisiones, tanto a escala microeconómica como macroeconómica, sobre todo porque está relacionada con el tratamiento de la información sobre riesgos.

El tratamiento de la información sobre riesgos en las normas contables influye significativamente en la gestión de los recursos económicos. El grado en que las valoraciones incluyen estimaciones prospectivas del valor y del riesgo repercute en la eficacia de las normas de transferencia de control contenidas en la legislación o en contratos bilaterales. Valga como ejemplo la paradójica situación que puede darse si la valoración a precios de mercado del pasivo de una entidad se utiliza a la hora de determinar su quiebra. En tal caso, el deterioro de la solvencia crediticia normalmente incrementará el valor de la empresa, al provocar una disminución del valor de su pasivo. Otro ejemplo serían las distintas implicaciones de la dotación de provisiones basada en indicios probados de dificultades con préstamos concretos o bien en estimaciones de pérdidas esperadas para una cartera de préstamos. Mientras que el primer método depende de manifestaciones del riesgo *a posteriori*, el segundo conlleva estimaciones *a priori* del riesgo apoyadas en análisis a partir de la experiencia. Así pues, la naturaleza del enfoque adoptado influirá en los ingresos y el capital del banco contabilizados durante el ciclo comercial, condicionando también la valoración que sobre su razonabilidad hagan las autoridades prudenciales.

La importancia de estas influencias aumenta cuando se examinan desde una perspectiva sistémica, donde el carácter endógeno del riesgo se hace más patente. Un comportamiento que resulte racional para una determinada empresa por considerar ésta que su acción no va a afectar a los precios de mercado, puede dar lugar a ineficiencias a escala agregada cuando el efecto combinado de las acciones individuales incida en las condiciones del mercado. Un ejemplo sería la reciente disminución de los tipos de interés a largo plazo para la deuda pública del Reino Unido, como consecuencia del aumento de la demanda por parte de fondos de pensiones que intentan cubrir el riesgo de tasas de descuento bajas al valorar sus pasivos a precios de mercado (véanse las explicaciones anteriores y el Capítulo VI). Otro ejemplo sería la variación procíclica de las provisiones para préstamos en función de la valoración del riesgo de crédito considerando sólo la información disponible en un momento dado, que puede dar lugar a una actividad prestamista que potencie la volatilidad del ciclo económico e incremente la vulnerabilidad del sistema financiero.

En resumen, al analizar la interacción entre la elaboración de la información financiera, por una parte, y la medición y gestión del riesgo, por otra, se extraen tres ideas principales. La primera es que no existe una única valoración posible, sino que con frecuencia el valor depende de la perspectiva

... la gestión de recursos...

... y la estabilidad financiera

No existe una única valoración posible...

desde la que se mida. La aportación de un mismo elemento al cálculo del valor puede ser distinta dependiendo del contexto. Además, aun cuando se calculen desde la misma perspectiva, las valoraciones están sujetas a variaciones causadas por la oscilación temporal de las primas de riesgo en función de los cambios de actitud de los inversionistas hacia el mismo, que pueden no estar relacionados más que de forma indirecta con los cambios en las previsiones de flujos de efectivo. Estos aspectos se acentúan en el caso de instrumentos complejos para los que no existen mercados profundos y líquidos. Y es precisamente en esos casos cuando la contabilidad resulta más relevante.

... y en cada valoración influyen la gestión de riesgos...

La segunda idea es que la medición del riesgo es una función esencial. El vínculo entre la medición del riesgo y las valoraciones es explícito cuando se utilizan modelos para estimar el valor y es implícito cuando se utilizan directamente precios de mercado. Además, las prácticas de medición y gestión de riesgos influyen de forma indirecta sobre los valores declarados, ya que afectan a la toma de decisiones y a los precios de los activos. En la medida en que las normas contables afectan al comportamiento ante el riesgo, también repercuten en las valoraciones.

... y las distintas perspectivas

La última idea es que un enfoque de valoración que resulte perfectamente adecuado para un fin concreto puede presentar dificultades cuando el fin sea otro. Dados los múltiples usos externos de los informes financieros, esto puede generar tensiones, incluso entre órganos que elaboran políticas con objetivos diferentes. Todos estos aspectos se analizan a continuación.

#### *Presentación de la información financiera y política prudencial*

El análisis anterior sugiere la existencia de una serie de cuestiones que atañen a las normas para la elaboración de informes financieros que son relevantes desde el punto de vista de la política prudencial. Se refieren tanto al contenido informativo de dichos informes como al gobierno prudencial de las entidades financieras.

La mejora en la presentación de la información sobre riesgos...

Lo primero que hay que señalar es que el contenido informativo de las cuentas podría mejorar si incluyeran información más sistemática sobre riesgos e incertidumbres. Las normas vigentes, con independencia de hasta qué punto incorporen información prospectiva, se centran principalmente en la formulación de estimaciones puntuales del valor y los ingresos actuales. Esto podría complementarse con dos tipos de información adicionales. El primero podría ser información sobre estimaciones de la banda de fluctuación potencial del valor y los ingresos futuros (“información sobre riesgos”). Ejemplos de indicadores estadísticos sintéticos son el valor en riesgo y los resultados de pruebas de tensión (o estrés) y otros análisis de sensibilidad. El segundo sería información sobre la medición de la incertidumbre implícita en los supuestos del método de valoración (“información sobre errores de medición”). Es evidente que la importancia de este último tipo de información está directamente relacionada con el grado de utilización de hipótesis y modelos en la estimación de las valoraciones puntuales. Con estas mejoras, los informes financieros permitirían a sus usuarios formarse una opinión más completa del estado y las perspectivas de la empresa, evitando una falsa

sensación de precisión. También les permitiría realizar comparaciones con otras sociedades, algo que resultaría muy útil para inversionistas interesados en optimizar sus carteras o para reguladores, en el contexto de la estabilidad financiera.

Una segunda consecuencia para las políticas es la importancia de la coherencia entre el tratamiento de las valoraciones contables y unos sólidos principios de gestión del riesgo. Un ejemplo de las tensiones que pueden generarse en este contexto es el distinto tratamiento que reciben los depósitos a la vista al elaborarse los informes financieros y al gestionarse la tesorería y el riesgo de los bancos. Las normas contables valoran los pasivos por depósitos en función de su vencimiento contractual. Sin embargo, para la tesorería de una entidad bancaria, estos depósitos se contabilizan, en términos de gestión de liquidez y de las correspondientes estrategias de cobertura, como si tuvieran un plazo de vencimiento efectivo más largo, lo que está más en consonancia con las pautas históricas de comportamiento de los depositantes.

... la mayor coherencia en la toma de decisiones empresariales...

Una tercera consecuencia de ámbito más general es la posibilidad de reconciliar los objetivos de las políticas de las autoridades prudenciales con los de los reguladores contables partiendo de una mejor comprensión de sus distintos puntos de vista. Con arreglo a este enfoque, las normas para la presentación de la información financiera se centrarían en proporcionar una imagen no sesgada de la situación financiera actual de la empresa y de su correspondiente perfil de riesgo, mientras que los instrumentos de regulación y supervisión se encargarían de fomentar una conducta prudente basada en esa imagen. En la práctica, este desacople incluiría rediseñar los requisitos sobre “colchones” de capital y liquidez partiendo de resultados contables exentos de conservadurismo intencionado, con la aplicación de “filtros prudenciales” a cifras contables que incorporen información sobre riesgos y la definición de nuevos límites cuya superación pondría en marcha la intervención de los supervisores en caso de tensiones manifiestas.

... y el desacople de los objetivos contables y prudenciales...

En los últimos años se ha avanzado en estas tres direcciones. La comunicación de información cuantitativa sobre riesgos financieros, tales como las medidas del valor en riesgo para carteras de valores, forma parte de los requisitos que los reguladores exigen a las entidades financieras para las que este tipo de riesgo ha sido más significativo. También los órganos normativos contables han ido prestando más atención a los requisitos de información sobre riesgos que van en la misma línea que los de las autoridades prudenciales, aunque posiblemente sean menos ambiciosos. Ejemplo de ello son las disposiciones de la NIIF 7 (IFRS, en sus siglas en inglés). Además, la clasificación de las partidas contabilizadas al valor razonable según el grado de fiabilidad de las estimaciones, junto con estimaciones aproximadas de la sensibilidad de las mediciones a las hipótesis subyacentes, son ejemplos de los avances realizados para informar sobre errores de medición. Por otra parte, la estrecha colaboración entre los reguladores contables y las autoridades prudenciales en el desarrollo de normas para la dotación de provisiones, la opción de contabilización al valor razonable y la valoración de los pasivos de los seguros, son sólo los últimos

... son ámbitos en los que a pesar de los progresos...

... siguen  
presentándose  
retos

ejemplos del valor añadido que se ha obtenido al prestar más atención a la gestión de riesgos.

Al margen del importante progreso realizado hasta la fecha, para seguir avanzando se requiere una estrategia a más largo plazo que reconozca la necesidad de colaborar en todas las fases intermedias. Dada la complejidad de estas cuestiones y la multiplicidad de partes interesadas, el desacople de objetivos y el reajuste de los instrumentos de las políticas sólo pueden ser objetivos a largo plazo. A medio plazo, el progreso sólo puede ser deliberadamente gradual, estableciéndose en todo momento garantías para no comprometer de forma involuntaria el objetivo fundamental de estabilidad financiera. El continuo diálogo entre los reguladores contables y las autoridades prudenciales augura nuevos avances en esta dirección.

## VIII. Conclusión: afrontar los riesgos presentes y futuros

El próximo año por estas fechas, todos desearíamos poder estar tan satisfechos con la evolución de la economía mundial como hoy lo estamos. Las previsiones de consenso, junto con las del FMI y la OCDE, apuntan en esta dirección, reflejando las expectativas de que continúe el crecimiento más equilibrado observado recientemente en los países industrializados y que la demanda interna juegue un papel aún mayor en las economías de mercado emergentes. Otra buena noticia es que se prevé que continúe el moderado nivel de inflación en general. Los mercados financieros parecen haber compartido este optimismo. De hecho, los bajos niveles de volatilidad observados, al menos hasta fechas muy recientes, incluso parecían insinuar un grado de certeza poco habitual sobre este resultado. Además, los mercados parecen haber considerado adecuadas las recientes medidas de endurecimiento de la política monetaria adoptadas en numerosos países industrializados avanzados, al estimar que, lejos de entorpecer el crecimiento, es probable que lo potencien.

### Los riesgos actuales

Esperemos que los mercados acierten en su valoración relativamente optimista. Con todo, el endurecimiento de las condiciones crediticias, tras un periodo de laxitud tan dilatado, deja margen todavía para dos tipos de error. En primer lugar, la contracción de la política monetaria quizá debería haber sido más intensa y temprana, por dos posibles motivos: las presiones inflacionistas subyacentes ya están bien arraigadas y las políticas relativamente acomodaticias han seguido favoreciendo la intensificación de una serie de “desequilibrios” financieros que se están agravando peligrosamente con el paso del tiempo. Ambas consideraciones parecieran exigir un endurecimiento más firme de la política monetaria. El segundo error posible está muy vinculado al anterior, y es que estos desequilibrios podrían haber alcanzado ya tal magnitud que el endurecimiento de la política monetaria podría provocar, al corregirlos, efectos perniciosos sobre el crecimiento y el empleo mundiales. Esta posibilidad aconsejaría adoptar, en cambio, una respuesta monetaria más mesurada. Dada la elevada incertidumbre e incluso el patente desacuerdo entre los analistas sobre la probabilidad de cualquiera de estos resultados, lo único que está claro es que el próximo año no será fácil para las autoridades económicas.

¿Qué motivos existen para creer que las presiones inflacionistas pudieran ser mayores de lo que en estos momentos se piensa? Resulta obvio que tanto las autoridades de Estados Unidos como las de Japón consideran que sus

economías vienen operando casi a plena capacidad, lo que suele ser motivo de preocupación. Por su parte, Estados Unidos se enfrenta al riesgo de una fuerte depreciación adicional del dólar, que podría exacerbar dichas presiones. Además, la economía mundial continúa creciendo con un vigor excepcional, generando quizás una dinámica que podría ser difícil de controlar. Los precios de la vivienda han ido aumentando con rapidez en casi todo el mundo y los de la energía y otras materias primas han alcanzado niveles récord. Los salarios también han seguido una tendencia alcista en regiones de China y en algunas otras economías de mercado emergentes, al tiempo que sobre el conjunto de Asia parecen cernirse crecientes riesgos inflacionistas.

De nuevo, los factores de incertidumbre son numerosos. Siendo pesimistas, si se hubieran subestimado los efectos antiinflacionarios que a escala mundial tienen los bienes más baratos procedentes de las economías emergentes, entonces el debilitamiento de esta influencia también podría tener repercusiones inesperadas. Además, existe una enorme incertidumbre acerca de si la economía mundial ha alcanzado un “punto crítico” en su capacidad para suministrar más petróleo y otras materias primas, por lo que los precios podrían permanecer en niveles elevados durante más tiempo que en épocas pasadas. Siendo optimistas, aún existen numerosas regiones en las economías de mercado emergentes que cuentan con bajos costes de producción, sobre todo en el centro y el oeste de China, con lo que la industria acabará por trasladarse también allí. Asimismo, los avances tecnológicos podrían compensar la creciente dificultad para encontrar nuevas reservas de materias primas. Sea como fuere, ambos procesos de ajuste llevarán su tiempo. Dados los niveles actuales de demanda mundial, el riesgo sería que entre tanto continuaran las presiones inflacionistas. Además, en la medida en que la credibilidad de los bancos centrales se ha visto reforzada en el pasado por circunstancias fortuitas, dicha credibilidad también podría ponerse a prueba, en cuyo caso, sin duda habría necesidad de defenderla con determinación.

¿Qué motivos existen para pensar que los “desequilibrios” representan una amenaza para el optimismo de cara al futuro? No resulta difícil identificar importantes variables macroeconómicas que muestran numerosas desviaciones significativas y de carácter sostenido respecto a sus patrones históricos. Ahora bien, la inquietud que despierta una reversión perjudicial hacia valores más “normales” debería matizarse en la medida en que tales desviaciones puedan explicarse y razonarse por su carácter duradero. Por desgracia, el recurso a estos “fundamentos” no parece apropiado para explicar ni el alcance ni la duración de las circunstancias excepcionales que vienen observándose, lo que permite acudir a una explicación complementaria: estos fenómenos podrían estar vinculados a la abundancia de liquidez presente en la economía mundial desde hace tanto tiempo.

El mercado de deuda a largo plazo en Estados Unidos probablemente sea el ejemplo más notorio de “fundamentos” incapaces de explicar de manera convincente la evolución de los mercados financieros. Así, conforme subían los tipos de interés oficiales estadounidenses, el tipo de interés a largo plazo disminuía, fenómeno en su día descrito como un auténtico “enigma”. En

periodos más recientes, la persistencia en niveles muy reducidos de los diferenciales de la deuda soberana de economías de mercado emergentes, incluso tras el aumento de los rendimientos a largo plazo, podría explicarse por una mejora general de la economía en los países emisores. Aun así, continúa siendo un misterio la drástica reducción de la dispersión de rendimientos entre los bonos emitidos por países con buenos resultados económicos y los de países con resultados mucho peores. El aumento casi universal de los precios de las acciones y de la vivienda resulta difícil de conciliar con las amplias divergencias en las perspectivas de crecimiento interno. La oleada de fusiones y adquisiciones de empresas, particularmente en Europa, también resulta difícil de explicar, pues cabría preguntarse qué pruebas hay de que la reestructuración de empresas mejore repentinamente las expectativas de valor añadido, en especial cuando parece que todavía hay relativamente poca disposición a acometer nuevas inversiones.

Por último, resulta complicado explicar la fortaleza del dólar de Estados Unidos hasta hace bien poco, habida cuenta de los niveles récord de su déficit exterior y del insólito ritmo de endeudamiento de los hogares de ese país. Un examen minucioso de los argumentos más en boga, desde la supuesta existencia de la “materia oscura”, hasta un “matrimonio de conveniencia” informal entre deudores y acreedores, pasando por el “atractivo intrínseco” de unos activos estadounidenses muy productivos, revela la incapacidad de todos ellos para asegurar que los actuales desequilibrios mundiales sean sostenibles. Para explicar la resistencia del dólar, debe recurrirse nuevamente a los diferenciales entre tipos de interés a corto plazo, particularmente a la persistencia de tasas bajas fuera de Estados Unidos. Una vez más, las condiciones monetarias ayudan a resolver un rompecabezas.

Dada la complejidad de la situación y los límites de nuestro conocimiento, resulta extremadamente difícil predecir cualquier evolución futura. Por un lado, bien podría sostenerse, como de hecho hace la mayoría de analistas, que el resultado más probable sigue siendo una vuelta ordenada al equilibrio. Valgan como ejemplo los actuales desequilibrios mundiales de las balanzas por cuenta corriente. En principio, si el dólar se depreciara y creciera la demanda externa de bienes producidos en Estados Unidos, los tipos de interés en ese país podrían subir para frenar la demanda interna justo en la medida precisa para evitar un aumento del desempleo o un repunte de la inflación. Si, a su vez, la demanda interna creciera en otros países a un ritmo suficientemente rápido como para sustituir la demanda previa procedente de Estados Unidos, ni el crecimiento ni la inflación mundiales se verían afectados. Por otro lado, tampoco cuesta identificar fuerzas que podrían dificultar algunos procesos de vuelta al equilibrio. En algunos casos, el resultado final sería un “estallido” de turbulencias en los mercados, y, en otros, un lento y doloroso “desinfe” del crecimiento económico durante un periodo prolongado. De no materializarse las previsiones de ajuste ordenado, la alternativa bien podría ser una combinación de ambos resultados.

Los agentes preocupados por un “estallido” de turbulencias en los mercados requieren tanto un detonante como motivos que avalen un posible



descontrol de la evolución de los precios en diversos mercados. Por desgracia, en ambos terrenos abundan los candidatos. El detonante podría ser la contracción de la política monetaria a escala mundial, que podría actuar de catalizador. Si bien el proceso de endurecimiento ya ha comenzado y lo ha hecho sin incidentes, un endurecimiento simultáneo tiene hoy en día tanto de posibilidad como de realidad. Otro desencadenante podría ser la aprobación en Estados Unidos de más leyes de corte proteccionista frente a China o a países exportadores de petróleo de Oriente Medio, lo que podría interferir en la financiación fluida del déficit por cuenta corriente estadounidense, ya que dichos países son en la actualidad los mayores compradores de obligaciones denominadas en dólares de Estados Unidos. Otra posibilidad sería la quiebra repentina de una gran empresa con importantes intereses financieros, o su recurso a la protección jurídica. Sin perjuicio de todas estas posibilidades, también se hace preciso señalar que los detonantes de la mayoría de las crisis financieras de las últimas décadas fueron prácticamente insospechados.

Asimismo, existen numerosos motivos de preocupación específicamente relacionados con los mercados, ante el eventual grado de desorden que conllevaría el inicio de un proceso de ajuste de precios hacia niveles más normales. Los mercados financieros de los principales países industrializados cuentan con numerosos participantes nuevos y productos novedosos, de complejidad y opacidad crecientes. En un entorno así, la liquidez de los mercados aún no ha sido puesta a prueba. El hecho de que la especulación con operaciones de *carry trade* parezca haberse intensificado en los últimos años implica además la posibilidad de que hayan dejado de ser tan rentables, lo que podría acabar traducándose en un deterioro mutuo de los riesgos de mercado, crédito y liquidez. En realidad, este tipo de interacciones ya se ha observado en el pasado. También podrían surgir problemas similares en economías de mercado emergentes, como de hecho podría haber comenzado a ocurrir ya, dada la enorme magnitud de las entradas de capitales durante el último año aproximadamente.

Por lo que respecta a los principales mercados de divisas, también hay motivos para temer que las fluctuaciones de los tipos de cambio puedan ser amplias y quizá bruscas. Una primera observación pertinente es que el ajuste comercial subyacente podría resultar bastante prolongado. La mera reducción del déficit por cuenta corriente estadounidense hasta el 3% del PIB podría requerir el traspaso de millones de trabajadores desde los sectores de bienes internacionalmente no comerciables hacia los comerciables, algo que no puede hacerse de la noche a la mañana. Además, dado que sus importaciones superan en más del 50% a sus exportaciones y que su crecimiento económico es mucho más rápido que el de otras economías, Estados Unidos tendrá que incrementar sustancialmente su competitividad para poder mejorar su balanza por cuenta corriente. El hecho de que los países que exportan a Estados Unidos fueran capaces de reducir sus costes en episodios anteriores de depreciación del dólar, manteniendo así sus márgenes y disminuyendo su transmisión a los precios, podría, en caso de repetirse, ser un obstáculo adicional para el ajuste de la cuenta corriente estadounidense. Es evidente,

además, que cuanto más se retrase el ajuste, mayor será la deuda externa acumulada y mayores sus futuros costes financieros. De hecho, aunque la balanza de rentas de la inversión de Estados Unidos haya registrado superávit hasta fechas muy recientes, la aritmética más elemental sugiere un deterioro significativo adicional en el futuro.

En tal situación, los compradores (tanto del sector público como del privado) de obligaciones denominadas en dólares estadounidenses podrían acabar por perder la paciencia. El sector privado extranjero posee el grueso de los valores de deuda en dólares, por lo que incluso una moderada cobertura de sus carteras podría tener notables efectos sobre los tipos de cambio. En cuanto a las tenencias del sector público, si bien es mucho más probable que su evolución sea estable, también aquí es posible identificar eventuales tensiones. En este sentido, incluso ligeras depreciaciones del dólar podrían ocasionar fuertes minusvalías a los principales tenedores de reservas, pudiendo llegar a generar cierta suspicacia a nivel político. Además, las reservas están ahora dirigiéndose más hacia países exportadores de energía, en los que las consideraciones estrictas de rentabilidad/riesgo podrían pesar con más fuerza en las decisiones de inversión. También cabría esperar que los cambios percibidos en el comportamiento del sector oficial propicien cambios en la conducta del sector privado.

Todas estas consideraciones llevan a concluir que los mercados que incorporan en sus valoraciones el escenario más optimista son mucho más susceptibles de regresar a niveles más normales. Además, dadas las interrelaciones entre todos estos mercados, tanto nacionales como internacionales, existe la probabilidad razonable de que, si un determinado mercado se viera sometido a considerables tensiones, éstas se transmitirían a otros. Considérese, por ejemplo, una brusca caída de la cotización del dólar estadounidense. En este contexto, la prima de riesgo por mantener activos denominados en dicha moneda podría aumentar, provocando tal vez una subida de los tipos de interés a largo plazo, que repercutiría a su vez en otros mercados, incluso en el de la vivienda. Otro ejemplo sería el coste de comprar protección frente a la volatilidad del mercado, que sigue siendo relativamente bajo. Si aumentaran estos costes, las tensiones que surgirían en determinados mercados harían que prácticamente todos ellos se vieran afectados.

Mientras que muchos analistas sin duda pondrían en tela de juicio la eventualidad de un “estallido” súbito en los mercados, aún existe la posibilidad de un “desinfle” en la vertiente real de la economía. Es decir, bien podría producirse una corrección gradual de los desequilibrios antes reseñados, pero de tal forma que lastrase considerablemente el gasto mundial durante mucho tiempo. Considérese en especial el potencial de recuperación de las tasas de ahorro de los hogares desde sus mínimos históricos, sobre todo en Estados Unidos. El ahorro podría aumentar por precaución, como reacción espontánea ante los mayores niveles de endeudamiento o por el temor entre las generaciones nacidas durante la explosión demográfica de la posguerra a no percibir íntegramente sus prestaciones por jubilación, ya sean pensiones públicas o privadas. Alternativamente, la recuperación de las tasas de ahorro podría ser una reacción a las subidas de los tipos de interés,

al aumento de las tensiones en los mercados y a la mayor incertidumbre sobre los precios de los activos en el futuro. El hecho de que los precios de la vivienda hayan alcanzado niveles tan altos en numerosos países y que este efecto “riqueza” parezca haber propiciado un mayor gasto hace más probable dicho resultado. Lo cierto es que, para el conjunto de un país, la riqueza asociada al encarecimiento de la vivienda resulta en gran medida ilusoria. Al tratarse de una modificación de los precios relativos, los beneficios que obtienen los ganadores quedan prácticamente compensados por los costes que soportan los perdedores. Cuando estos últimos finalmente empiecen a adaptarse a su nueva situación, la economía experimentará notables contratiempos.

Otro tipo de desequilibrios también podría generar dificultades similares. En China, el principal motivo de inquietud es que la asignación ineficiente del capital acabará manifestándose en una caída de los beneficios, con repercusiones ulteriores para el sistema bancario, las finanzas públicas y las perspectivas de crecimiento en general. Éste sería el clásico desenlace de un largo periodo de expansión cimentado en el crédito, algo muy similar a lo observado en su día en Japón. Además, una situación así podría tener consecuencias para los países industrializados más graves de lo que actualmente se intuye, ya que el tremendo potencial industrial de China, que además crece con rapidez, seguramente se orientaría aún más hacia la exportación. Si esto coincidiera con el repliegue de otros países, las interacciones resultantes —económicas, políticas y sociales— pondrían en serios aprietos a los sectores público y privado.

Por supuesto, la situación actual no plantea este tipo de problemas y es poco probable que lo haga en el futuro, por lo que las previsiones de consenso continúan siendo la mejor apuesta. Ahora bien, si se materializaran dichos riesgos, la sola magnitud de los posibles costes económicos bastaría para justificar ciertas reflexiones sobre la respuesta óptima de las autoridades económicas, no a título de pronóstico, sino como ejercicio de prudencia. No hay contradicción alguna en esperar lo mejor y prepararse para lo peor, en especial cuando las consecuencias inesperadas bien podrían resultar costosas.

## Cómo mitigar los riesgos actuales

Hoy en día, no sólo afrontamos las habituales incertidumbres relacionadas con la respuesta a las incipientes presiones inflacionistas, sino también la inquietud por los diversos desequilibrios financieros, tanto internos como externos. Estos desequilibrios son el resultado de diez años o más de expansión vigorosa de la oferta mundial, lento avance de la demanda interna en las grandes economías —salvo en Estados Unidos— y excesiva utilización de políticas monetarias laxas para cerrar las brechas del producto. A la hora de elegir políticas para reducir los riesgos existentes, resulta imprescindible entender cómo se ha llegado a la situación actual.

El aumento de la oferta ha obedecido básicamente a la reintegración en el sistema económico internacional de economías previamente cerradas,

merced a la mejora generalizada de la tecnología y las comunicaciones. A ello se añaden crecientes ganancias de productividad, sobre todo en Estados Unidos. La continua desregulación de los mercados en los países industrializados, tanto de bienes como de factores productivos, también ayuda a explicar las perturbaciones positivas por el lado de la oferta registradas en la última década.

En cuanto al avance rezagado de la demanda, Asia es un buen ejemplo de altas tasas de ahorro típicas de poblaciones expuestas a las enormes incertidumbres que conlleva un cambio estructural, aunque también ilustra los efectos del tiempo que se requiere para adaptar los hábitos de gasto a un rápido crecimiento de los niveles de renta, algo que afecta también a las administraciones públicas de países exportadores de petróleo y otras materias primas. En los países industrializados, por su parte, también se han observado dos deficiencias estructurales. La primera ha sido la prolongada incapacidad de Alemania y Japón para recuperarse plenamente de las tensiones introducidas por la reunificación y por la burbuja de los precios de los activos, respectivamente. Ninguno de estos dos países fue capaz de lidiar íntegramente con el cambio estructural o de hacerlo con la oportuna rapidez. La segunda deficiencia ha sido el reiterado fracaso de la política fiscal en casi todo el mundo para resolver los problemas asociados a los excesos de los años 70 y principios de los 80. Desde entonces, los países industrializados, con la excepción de Japón, apenas han dispuesto de margen de maniobra fiscal para hacer frente a las desaceleraciones económicas, situación a la que ahora ni siquiera la economía japonesa es ajena. Numerosos países, en especial europeos, podrían haber resuelto hace tiempo este problema si hubieran adoptado políticas fiscales mucho más contractivas durante las etapas de intenso crecimiento económico.

Así las cosas, la política monetaria tuvo que afrontar en solitario no sólo la tendencia secular de insuficiencia de la demanda, sino también las crisis periódicas asociadas a perturbaciones en el sistema financiero. Hasta la fecha, las autoridades económicas han llevado a cabo esta labor de manera encomiable, puesto que el crecimiento ha sido sostenido y la inflación se ha moderado. No obstante, el paso del tiempo ha ido revelando efectos secundarios indeseados. Cada vez que alguna perturbación ha puesto en peligro el crecimiento, el recorte de los tipos de interés ha estimulado el gasto, como era de esperar, pero a costa de la acumulación progresiva de deuda, primero por las empresas y ahora también por los hogares. La creciente liberalización de los sistemas financieros ha reforzado este mecanismo de transmisión, permitiendo también a los países con mayor sofisticación financiera incurrir en abultados déficits por cuenta corriente. De hecho, cada aplicación exitosa de medidas anticíclicas de política monetaria ha hecho que cualquier medida restrictiva posterior entrañe más riesgo y que las medidas de relajación ulteriores tengan menos probabilidad de surtir efecto.

Para reducir los riesgos derivados de la continua expansión mundial, podrían adoptarse medidas adicionales. La primera resulta obvia: las políticas monetarias mundiales necesitan ir acompañadas de otras medidas para evitar fluctuaciones perniciosas de los tipos de interés y de cambio. En

concreto, precisan la ayuda de aquellas políticas que han sido tan deficientes en el pasado, a saber, la política fiscal y las reformas estructurales.

En cuanto a la primera, su orientación debería ser en general más restrictiva tanto en los países industrializados como en los mercados emergentes, lo que contribuiría también a restablecer el margen de maniobra de cara al futuro. La necesidad de disciplina fiscal es especialmente acuciante en Estados Unidos y en otros países con abultados déficits públicos y por cuenta corriente. En los países con déficit, la aplicación de paquetes de medidas de contención presupuestaria creíbles a medio plazo tranquilizaría también a los acreedores externos con respecto a la protección de sus intereses a más largo plazo. De manera indirecta, propiciaría asimismo un ordenado proceso de ajuste del dólar estadounidense.

En lo referente a las reformas estructurales, la magnitud de los desequilibrios comerciales mundiales haría muy deseables cambios estructurales que facilitasen la transferencia de recursos entre los sectores comerciables y no comerciables, ya que contribuirían a reducir la necesidad de fluctuaciones intensas y potencialmente nocivas de los tipos de cambio nominales. En Estados Unidos, la labor de revitalización del sector de bienes comerciables se prevé complicada al haberse reducido en gran medida la base industrial de ciertos productos. Con todo, la acreditada flexibilidad de la economía estadounidense ofrece motivos para el optimismo. Asimismo, podrían recortarse las actuales ayudas fiscales a fin de moderar la actividad en el sector de la vivienda (el bien no comerciable por excelencia) e introducir algún tipo de impuesto sobre el consumo que contribuya a elevar la reducida tasa de ahorro familiar, núcleo del déficit por cuenta corriente estadounidense. En otras regiones deben adoptarse medidas que estimulen el consumo y la producción de bienes no comerciables. Un buen número de países, en especial China aunque también Alemania y Japón, continúan dependiendo en exceso de estrategias de crecimiento basadas en la exportación. Es preciso replantearse la regulación gubernamental y otros incentivos que operan en el mismo sentido, dado que estos tres países afrontan procesos de rápido envejecimiento de la población que compelen a incrementar la productividad en su sector servicios.

En las circunstancias actuales, la política monetaria mundial también debería caminar por la senda del endurecimiento. Tanto si la preocupación proviene de las crecientes presiones inflacionistas a corto plazo como si se debe a la amenaza de los desequilibrios para el crecimiento sostenido a largo plazo, ambos conjuntos de indicadores apuntan en la misma dirección. Dicho esto, hay que señalar que estas dos fuentes de inquietud afectan de modo diferente a los distintos países. Por ejemplo, en Europa continental los niveles de capacidad productiva ociosa continúan siendo altos y los desequilibrios financieros son menos palpables, comparados con los de Estados Unidos y algunos países industrializados con objetivos de inflación, donde parece por tanto adecuada la orientación más contractiva de su política monetaria. Esta conclusión se ve reforzada por sus respectivas posiciones externas, ya que los países con déficits externos necesitan disminuir el gasto interno y una forma de conseguirlo es con tipos de interés más altos.

Una vez formulada esta recomendación de carácter general, lo difícil es decidir cómo instrumentar dicho endurecimiento. Uno de los problemas más espinosos surge a la hora de elegir el indicador que se utilizará para medir las tendencias inflacionistas subyacentes; las opiniones al respecto son muy variadas. En los países industrializados, el problema se ha debido principalmente a un cambio importante y sostenido en los precios relativos, caracterizado por un fuerte encarecimiento de la vivienda y de la energía y un comportamiento mucho más moderado de los precios de los bienes manufacturados. La pregunta entonces es si las autoridades económicas deben suponer que la tasa de inflación general, ahora más elevada, retrocederá con el tiempo hasta los niveles del índice subyacente, o bien asumir el supuesto contrario. Las economías de mercado emergentes afrontan problemas similares, aunque agravados por la relativa importancia de otro componente volátil, en este caso los alimentos. En tales circunstancias, quizás la única recomendación posible sea que los responsables de las políticas económicas presten aún más atención a las tendencias de inflación a más largo plazo, en lugar de centrarse en la mera consecución de objetivos cuantitativos a corto plazo.

Otra complicación estriba en que los parámetros orientativos que utilizan los bancos centrales para fijar sus tipos de interés también están modificándose. Según avanza la globalización, es probable que los indicadores de holgura de la capacidad productiva a escala mundial cobren un progresivo protagonismo como complementos útiles a las mediciones más tradicionales de presión inflacionista. Al mismo tiempo, dada la creciente inquietud por los efectos de los desequilibrios financieros sobre el crecimiento y la inflación, hay que extremar la vigilancia sobre dichos indicadores. Por otra parte, se constata cada vez más que los procesos económicos podrían tener características no lineales, por ejemplo expectativas de inflación rígidas que se tornan flexibles o desequilibrios aparentemente benignos que súbitamente inducen ventas masivas en los mercados financieros. Por último, en un mundo más globalizado, la actuación de las demás autoridades económicas adquiere mayor trascendencia. Si los principales centros financieros endurecieran al unísono y de forma significativa sus políticas, el efecto conjunto en términos de desinflación podría ser notablemente más acusado que el de la suma de las partes. Por tanto, aun cuando una orientación monetaria restrictiva parece deseable en casi todo el mundo, su aplicación deberá ser prudente y mesurada.

En muchos países, el tono de la política monetaria también dependerá en cierta medida de los desequilibrios externos y de sus efectos a la larga sobre los tipos de cambio. Una preocupación muy frecuente entre los analistas es la posibilidad de que este proceso se desestabilice, especialmente en los principales mercados cambiarios que aglutinan el grueso de la negociación. La probabilidad de que ocurra algo así disminuiría si los distintos países compartieran la carga del ajuste al alza en la cotización de sus monedas en función de la magnitud de sus superávits por cuenta corriente. En concreto, esto implica que las monedas asiáticas se aprecien aún más. Por fortuna, hay

indicios de que las actuaciones de los bancos centrales asiáticos se mueven en esta línea, destacando en muchos casos la moderación de sus intervenciones en los mercados cambiarios. No obstante, China sigue siendo una importante excepción, al haber acumulado en el transcurso de 2005 reservas adicionales por valor de 200.000 millones de dólares. En este país, al igual que en el resto de Asia, una mayor flexibilidad cambiaria también haría posibles políticas monetarias más restrictivas. Todo ello tendría una acogida favorable dada la preocupación generalizada por el recalentamiento de la economía interna, así como por la ineficiencia de la inversión en el caso de China.

Analizando las políticas en vigor, o incluso las comprometidas de forma creíble, sería un gran error pensar que los riesgos asociados a un ajuste externo han desaparecido en la práctica. Puesto que muchos de los principales protagonistas continúan centrándose casi exclusivamente en las prioridades internas, ya sean de índole económica o política, es previsible que los desequilibrios externos sigan agravándose. Así las cosas, se precisa una solución cooperativa por la que, en aras del bien común, cada uno de los principales países transija en sus políticas internas a cambio de que los demás se comprometan a hacer concesiones similares. No sería difícil identificar la mayoría de las políticas necesarias a tal efecto, a las que se ha aludido antes.

El verdadero problema estriba en su aplicación. Como condición imprescindible para llegar a una solución, las principales partes implicadas deben reconocer primero sin excepción que, en último término, la inacción será probablemente mucho más costosa que la cooperación. Una caída brusca de la cotización del dólar podría cebar la inflación en Estados Unidos y perjudicar los balances empresariales y las perspectivas de crecimiento de los países acreedores de Europa y Asia, además de agravar las indeseables tendencias proteccionistas patentadas en todo el mundo. El reconocimiento de estas posibilidades debería fomentar un espíritu más cooperativo que, con un poco de suerte, sería suficiente para sortear los escollos que aún quedan en el camino.

## Qué hacer si se materializan los riesgos

Es imposible predecir dónde y cuándo podrían materializarse los riesgos que conllevan los desequilibrios actuales. Aun así, conforme se reseñó anteriormente, dos escenarios parecen plausibles. En el primero se contemplaría una perturbación breve y brusca que afectaría a los mercados financieros internacionales, mientras que en el segundo asistiríamos a un prolongado periodo de lento crecimiento mundial conforme se corrigen gradualmente los desequilibrios. En realidad, podrían presentarse al mismo tiempo elementos de ambos escenarios.

Considérese en primer lugar un evento discreto que, de producirse, perturbaría los mercados financieros. ¿Qué podría hacerse por adelantado para prepararse ante dicha eventualidad? Una medida importante sería asegurar la integridad de los canales nacionales de comunicación entre las

principales entidades financieras, sus supervisores, el banco central y los operadores de componentes del engranaje financiero que resultan críticos para el sistema. Otra precaución sería garantizar un grado de apertura semejante en el plano internacional. En esta dirección avanza el debate actual entre reguladores de distintos países en torno a cuestiones que atañen a las jurisdicciones de “origen” y “acogida”, al igual que diversos memorándums de entendimiento en los que se establece a quién le corresponde cada acción y cuándo debe realizarse. En varios foros europeos se han llevado a cabo “juegos de estrategia” internacionales donde se simulan episodios de tensión que requieren una respuesta del sector público, de los que se han extraído lecciones muy valiosas. A escala mundial, el Foro sobre la Estabilidad Financiera, que agrupa a banqueros centrales, reguladores y agentes del Tesoro de gran parte de las principales economías, junto a representantes de instituciones financieras internacionales y comités especializados, ya ha contribuido de forma sustancial a prevenir crisis. Presumiblemente, el Foro podría desempeñar un papel relevante también en la gestión y en la resolución de crisis.

No obstante, numerosas mejoras son aún posibles y deseables. Las legislaciones nacionales que dificultan el intercambio de información urgente son todavía un obstáculo importante para la gestión de las crisis. Aún más importante puede ser la inexistencia de un acuerdo sobre la distribución internacional de las cargas u obligaciones en caso de dificultades. Ya se trate de fondos de garantía de depósitos, de la provisión de liquidez de emergencia o de la reestructuración de un banco con presencia internacional, el gasto finalmente ocasionado podría ser sustancial. Sin un acuerdo previo sobre la asignación de estas cargas, es fácil que se malogre la eficaz gestión de las crisis, al actuar las autoridades nacionales en respuesta a lo que consideran sus propios intereses internos.

En principio, podría evaluarse con antelación la predisposición de las instituciones financieras a abordar estos problemas. Las pruebas de tensión (o estrés) se han generalizado en las empresas financieras, lo cual es muy conveniente. Aun así, estas pruebas se fundamentan en supuestos simplificadores que, por definición, no captan todas las complejidades del mundo real. Las empresas deberían tener presentes estas limitaciones al prepararse para afrontar eventuales dificultades y al valorar la idoneidad de sus recursos propios. Tal vez sea más importante que las entidades financieras analicen qué ocurriría con la dinámica del mercado si otras instituciones reaccionaran ante determinadas perturbaciones del mismo modo, quizá incluso por consejo de las autoridades reguladoras, y que se preparen oportunamente para ello. También los reguladores podrían reflexionar sobre esta posibilidad. Como mínimo, contrapartes y reguladores deberían compartir más información sobre los resultados de estas pruebas.

La elaboración de estos planes de contingencia en previsión de dificultades se uniría a una amplia gama de medidas que se han adoptado a lo largo de los años para fortalecer la solidez de las instituciones financieras, los mercados, y los sistemas de pago y liquidación. Una sugerencia más



reciente que merece mayor atención es la posibilidad de crear bancos “listos para actuar” (*off the shelf banks*) en previsión de problemas. La idea consiste en crear una entidad jurídica que sea capaz de asumir, con escasa antelación, las funciones esenciales de una institución financiera insolvente, atenuando así las repercusiones de su cierre. Esta sería otra manera de limitar la permisividad reguladora, que en el pasado ha solido ser un problema.

En caso de producirse una crisis, la política económica podría actuar en varios planos. La respuesta tradicional sería inyectar liquidez en determinadas instituciones, pero esto plantea algunos interrogantes en un mundo que cambia con rapidez. El primero de ellos consiste en saber qué entidades serían respaldadas en un sistema financiero más orientado al mercado. ¿Serían sólo bancos nacionales o también bancos extranjeros, instituciones financieras reguladas, entidades instrumentales en la titulización de activos (SPV) o incluso otras entidades? Otra incógnita tiene que ver con la adecuación de las garantías reales, en concreto sobre la legalidad de aceptar títulos emitidos en el extranjero y la posibilidad de que el valor de las garantías resulte seriamente mermado en caso de crisis. La tercera incógnita se refiere a si debería estipularse con antelación en qué condiciones se procederá a la inyección de liquidez. Si bien hasta hace poco solía hablarse de la necesidad de emplear una “ambigüedad constructiva” para evitar el riesgo moral, ahora la “claridad constructiva” va ganando terreno entre los bancos centrales. En sustancia, se trata de instar a los propios bancos a adoptar todas las medidas que sean oportunas para garantizar su solidez, como condición para poder optar a la ayuda *in extremis* de las autoridades.

En un mundo donde prevalece cada vez más el funcionamiento del mercado, en realidad es más probable que la política económica reaccione ante cualquier episodio financiero grave con inyecciones generalizadas de liquidez y reducciones de los tipos de interés, como de hecho ha ocurrido en ocasiones en el pasado reciente. Una complicación sería que los distintos países reaccionaran de modo diferente, ya que esto podría traducirse en fluctuaciones indeseadas de los tipos de cambio. La solución en este caso pasaría por un intercambio de información más fluido entre los bancos centrales sobre sus posibles respuestas ante las perturbaciones. Podría presentarse otra serie de complicaciones si los tipos de interés se mantuvieran en niveles reducidos durante mucho tiempo, bastante más de lo necesario para restablecer el funcionamiento normal de los mercados. Estos últimos asuntos se abordan mejor en el marco del segundo grupo de eventuales problemas, relacionados con un periodo potencialmente largo de lento crecimiento económico mundial, acompañado quizá, pero no necesariamente, de tensiones en el sistema financiero.

Cabría preguntarse entonces cuál sería la respuesta idónea de la política económica en caso de que el futuro crecimiento económico se viera amenazado. El análisis de los antecedentes históricos revela la existencia de cuatro factores que podrían interactuar con consecuencias nefastas. En primer lugar, los tipos de interés reales pueden permanecer demasiado altos para estimular la economía, sobre todo cuando los tipos de interés nominales alcanzan su límite inferior de cero y caen los precios. Segundo, los salarios

reales pueden aumentar y los beneficios pueden reducirse, en especial si los salarios nominales presentan rigidez a la baja y los precios están descendiendo. En tercer lugar, los elevados niveles de endeudamiento pueden redundar en costes financieros muy onerosos con efectos contractivos sobre el gasto. Cuarto y último, la debilidad de la economía real puede transmitirse al sistema financiero, induciendo restricciones crediticias y recortes adicionales del gasto. La cuestión que se plantea es por tanto qué medidas podrían anular cada uno de estos canales, sabiendo que es probable que cualquier política que se proponga aporte tanto ventajas como inconvenientes.

En caso de una eventual desaceleración económica, el recorte de los tipos de interés para estimular la demanda agregada podría parecer una medida completamente lógica. Sin embargo, debido al fuerte endeudamiento acumulado en respuesta a relajaciones previas de la política monetaria, esta solución podría resultar inadecuada. En este sentido, la inusitada laxitud de las políticas monetaria y fiscal en Japón en la década de los 90 no bastó para reactivar la economía. En Estados Unidos, pese a la igualmente insólita relajación de sus políticas desde 2001, el repunte posterior estuvo entre los más débiles del periodo de posguerra, especialmente en términos de inversión en capital fijo y creación de empleo.

También debe admitirse que tipos de interés nominales muy bajos podrían generar además importantes efectos secundarios negativos, sobre todo en la oferta agregada. Tras un periodo de dispendio, el endeudamiento barato puede permitir la existencia de “empresas zombis” que sobreviven a base de refinanciar sus deudas, como ocurrió en Japón, en detrimento de compañías más saneadas. También aporta un fuerte estímulo para las fusiones y adquisiciones de empresas, aun cuando los antecedentes históricos demuestran que en este tipo de operaciones es más probable la destrucción de valor que su creación. Unos tipos de interés reducidos constituyen asimismo un canal de transferencia de recursos desde los acreedores hacia los deudores, que con el tiempo reduce el ahorro y la formación de capital, para acabar amenazando la elevación de los niveles de vida. También han de tomarse en consideración los efectos secundarios desfavorables que tienen los tipos de interés bajos para los mercados financieros. La búsqueda de rentabilidad puede ocasionar graves distorsiones y ser un factor de inestabilidad futura, conforme los inversionistas adquieren activos intrínsecamente más arriesgados, elevando para ello su grado de apalancamiento. Además, no es sencillo encontrar “salida” a esta clase de políticas. En la actualidad ya se están constatando este tipo de dificultades, que más adelante serán incluso peores si continúa el aumento de los niveles de deuda.

Todas estas consideraciones implican que, en caso de registrarse un periodo prolongado de débil crecimiento mundial, la relajación de las políticas monetarias y fiscales debería complementarse con otros instrumentos de índole más estructural. Puesto que la rentabilidad empresarial sostenida es condición necesaria para la recuperación del gasto de inversión, las medidas encaminadas a contener los salarios e incrementar la productividad resultan atractivas, aunque, una vez más, no están exentas de problemas. En primer

lugar, al igual que las políticas monetarias más laxas, estas medidas podrían no funcionar. En Japón, por ejemplo, pese a la contención durante años del crecimiento salarial, la inversión no consiguió recuperarse hasta fechas muy recientes. En segundo lugar, pagar salarios más bajos y a menos trabajadores implica en principio una menor masa salarial, con el consiguiente descenso de la renta y del gasto de los hogares. En Japón, la fuerte caída de la tasa de ahorro familiar logró amortiguar estos efectos sobre el gasto privado. Algo así podría ser menos probable si se produjera una recesión en países donde la tasa de ahorro ya es muy reducida, como ocurre actualmente en Estados Unidos.

Corrigiendo directamente el exceso de deuda también se contribuiría a evitar la aparición de problemas a largo plazo. En realidad, la tendencia hacia la titulización de la deuda, combinada con los nuevos instrumentos de transferencia del riesgo de crédito, podría estar elevando ya la incidencia de las quiebras empresariales, a diferencia de los procesos de "renegociación ordenada" dirigidos por bancos "comprensivos". En este sentido, sería muy recomendable reconocer con prontitud la insolvencia efectiva del deudor y resolver cuanto antes la situación, eliminando así mucha incertidumbre del sistema. Además, es patente el atractivo de aplicar procesos que garanticen la maximización del valor de los activos restantes. Si en este proceso también pudiera eliminarse capacidad productiva de sectores cuyos beneficios se han contraído hasta niveles muy bajos, se contribuiría asimismo a corregir los desequilibrios por el lado de la oferta previamente acumulados.

Al igual que las demás respuestas de política económica que acaban de analizarse, la reducción explícita de la deuda también presenta inconvenientes. El primero y más obvio es el riesgo moral, aunque su incidencia podría reducirse con un buen diseño de la legislación concursal. El segundo problema estriba en que el reconocimiento temprano y explícito de la incapacidad para atender el servicio de la deuda podría afectar a la solvencia del conjunto del sistema bancario. Hoy en día, este problema no lo sería tanto en los países industrializados, gracias al fenómeno generalizado de la titulización de deuda. Sin embargo, el crédito hipotecario y los préstamos a los hogares aún podrían convertirse en una fuente de complicaciones. Por otra parte, para los sistemas bancarios de economías de mercado emergentes, el alivio generalizado de la deuda o el recurso a procedimientos de quiebra todavía podría amenazar la solvencia de las instituciones a título individual y quizá la viabilidad del sistema en su conjunto.

Una vez aceptado el desafío, no debe olvidarse que también ofrece una buena oportunidad. En la medida en que el sistema bancario asuma las pérdidas y éstas se reconozcan explícitamente como tales, los subproductos de anteriores excesos se consolidan y su gestión resulta más sencilla. En concreto, el sistema bancario puede recapitalizarse y pueden adoptarse medidas para asegurar su rentabilidad en el futuro. Una vez recompuesto el sistema, podría participar plenamente en la financiación de una nueva expansión. La experiencia de los países nórdicos, que a finales de los años 80 experimentaron problemas de esta índole,

ilustra las medidas que podrían aplicarse con la necesaria voluntad política.

### ¿Pueden evitarse riesgos similares en el futuro?

En la actualidad, nadie cuestionaría los sustanciales beneficios económicos que reportó la reducción de la inflación desde los elevados niveles que alcanzó en la década de los 70. No obstante, con el paso del tiempo, fácilmente se olvida lo difícil que parecía esa tarea por aquel entonces. Las autoridades económicas de los años 60 y 70 coincidían en general en que la reducción de la inflación conllevaría costes en forma de desempleo que serían elevados y duraderos, superando con creces los beneficios de dicho esfuerzo. En esto, sin embargo, se equivocaron. Nuevos enfoques analíticos pusieron de relieve el papel que juegan las expectativas de inflación y cómo la credibilidad de las políticas podría primero reducir esas expectativas y a continuación mantenerlas bajas, con costes muy inferiores a los inicialmente previstos. Los excelentes resultados económicos cosechados por lo general en los países industrializados durante los últimos 20 ó 30 años confirman el acierto de quienes decidieron poner a prueba esas ideas.

No obstante, también contradiría la verdad histórica pretender que un entorno de inflación reducida es suficiente para evitar todos los problemas macroeconómicos. Las últimas décadas han sido testigo de todo tipo de alteraciones relacionadas en parte con la supresión de restricciones en sistemas financieros previamente reprimidos. Piénsese en la crisis financiera mexicana de 1994, la crisis asiática de 1997, el impago de la deuda rusa y los sucesos que rodearon a la quiebra de LTCM en 1998, así como en el desplome de los mercados bursátiles en 2001. Ninguno de estos acontecimientos vino precedido de un grado significativo de inflación manifiesta. Remontándonos más atrás, ni en Estados Unidos en los años 20 ni en Japón en los años 80 se observaron fuertes presiones inflacionistas. Así pues, resulta evidente que una tasa de inflación reducida, por muy deseable que sea, no siempre ha bastado para garantizar la buena marcha de la economía.

De forma similar, la evidencia reciente confirma también que no todos los episodios de caídas de precios acarrearán problemas macroeconómicos graves y que su origen tiene importancia. A pesar de que el aumento de la productividad y la intensificación de la competencia mundial han reducido en los últimos años la capacidad de las empresas para influir en la formación de los precios, la participación de los beneficios empresariales en la renta total ha crecido. Esto coincide con los resultados de estudios históricos basados en largos periodos muestrales, que revelan numerosos episodios de fácil coexistencia de deflación y crecimiento económico rápido. De hecho, estas investigaciones demuestran que la terrible experiencia de la Gran Depresión en Estados Unidos fue realmente un hecho singular.

En conjunto, todas estas reflexiones sugieren que la estrategia convencional para lograr la estabilidad de precios podría requerir algunos ajustes. Dadas las previsiones de inflación bien anclada a uno o dos años vista (horizonte normalmente utilizado por los bancos centrales), el riesgo estriba

en mantener los tipos de interés oficiales en niveles muy bajos en relación con las tasas esperadas de rentabilidad de la inversión. Las perturbaciones positivas por el lado de la oferta agravan este riesgo, al contener baja la inflación y alentar el optimismo entre los agentes económicos. Esto, a su vez, animaría a los empresarios a recurrir al crédito para comprar activos financieros e invertir en capital físico y materias primas. Del mismo modo, tipos de interés oficiales bajos y, por ende, costes de endeudamiento reducidos podrían inducir a los consumidores a anticipar sus compras, tanto de vivienda como de bienes de consumo duraderos. Es evidente que sus efectos sobre el gasto y la creación de empleo resultan, en buena medida, muy favorables. Sin embargo, a partir de un cierto punto aparecen los peligros, conforme la subida de los precios de los activos genera más especulación y provee las garantías necesarias para incurrir en el correspondiente endeudamiento. Cada uno de los episodios históricos de auge y desaceleración antes reseñados comparte en gran medida estos rasgos dinámicos.

Para dar cabida a todas estas posibilidades, se hace necesaria la modificación del marco analítico keynesiano, que continúa siendo el arma fundamental en el arsenal de cualquier banco central. Para orientar la fijación de los tipos de interés, se precisa ahora un conjunto de indicadores mucho más amplio, en concreto sobre los desequilibrios financieros, tanto internos como externos. En horizontes temporales más amplios, estos desequilibrios pueden representar una amenaza deflacionista para la estabilidad de precios, más peligrosa incluso que las “presiones” inflacionistas de corto plazo e índole más convencional reflejadas, por ejemplo, en las brechas del producto. El reconocimiento de este peligro implica ampliar el horizonte temporal en el que se evalúa el éxito de la política monetaria en términos de estabilidad de precios, a fin de que puedan manifestarse todos sus efectos. En ciertas circunstancias, la subida de los tipos de interés podría reducir transitoriamente la inflación más de lo deseado, pero esta posibilidad podría ser incluso preferible a un escenario de auge y desaceleración, en el que tampoco se alcance el objetivo de inflación, pero por un margen mayor y durante más tiempo. Alternativamente, este dilema podría atenuarse utilizando otros instrumentos, más propios de la regulación, con el fin de limitar antes de nada la acumulación de desequilibrios financiados por la expansión del crédito. No obstante, la puesta en práctica de estas sugerencias exigiría cambios palpables tanto en la cultura de la regulación financiera como en la naturaleza de la relación entre los bancos centrales y otras instituciones públicas.



# 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 2006</i> .....	185
Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional:	
contribución directa del BPI durante 2005/06 .....	185
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i> .....	185
<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> .....	195
Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes ....	196
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i> .....	196
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i> .....	198
<i>Comité de Sistemas de Pago y Liquidación</i> .....	199
<i>Comité de los Mercados</i> .....	200
<i>Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación</i> .....	201
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional	
más amplia .....	201
<i>El Grupo de los Diez</i> .....	201
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i> .....	202
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i> .....	203
Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos .....	205
Servicios financieros del Banco .....	206
<i>Servicios bancarios</i> .....	206
<i>Operaciones del departamento bancario en 2005/06</i> .....	207
<i>Inversiones de clientes, por productos</i> .....	207
<i>Funciones de agente y fideicomisario</i> .....	208
Cuestiones institucionales y administrativas .....	209
<i>Cambios en la estructura de gobierno del BPI</i> .....	209
<i>La administración del Banco</i> .....	210
Beneficio neto y su distribución .....	212
<i>Beneficio neto</i> .....	212
<i>Revisión de la política de dividendos</i> .....	213
<i>Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio financiero</i> .....	214
<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
<b>Informe de auditoría .....</b>	<b>259</b>
<b>Resumen gráfico de los últimos cinco años .....</b>	<b>260</b>



## 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 cuenta con 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 554 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 trabajan para 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, todos ellos 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 elaborar sus programas y estructurar 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, 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.

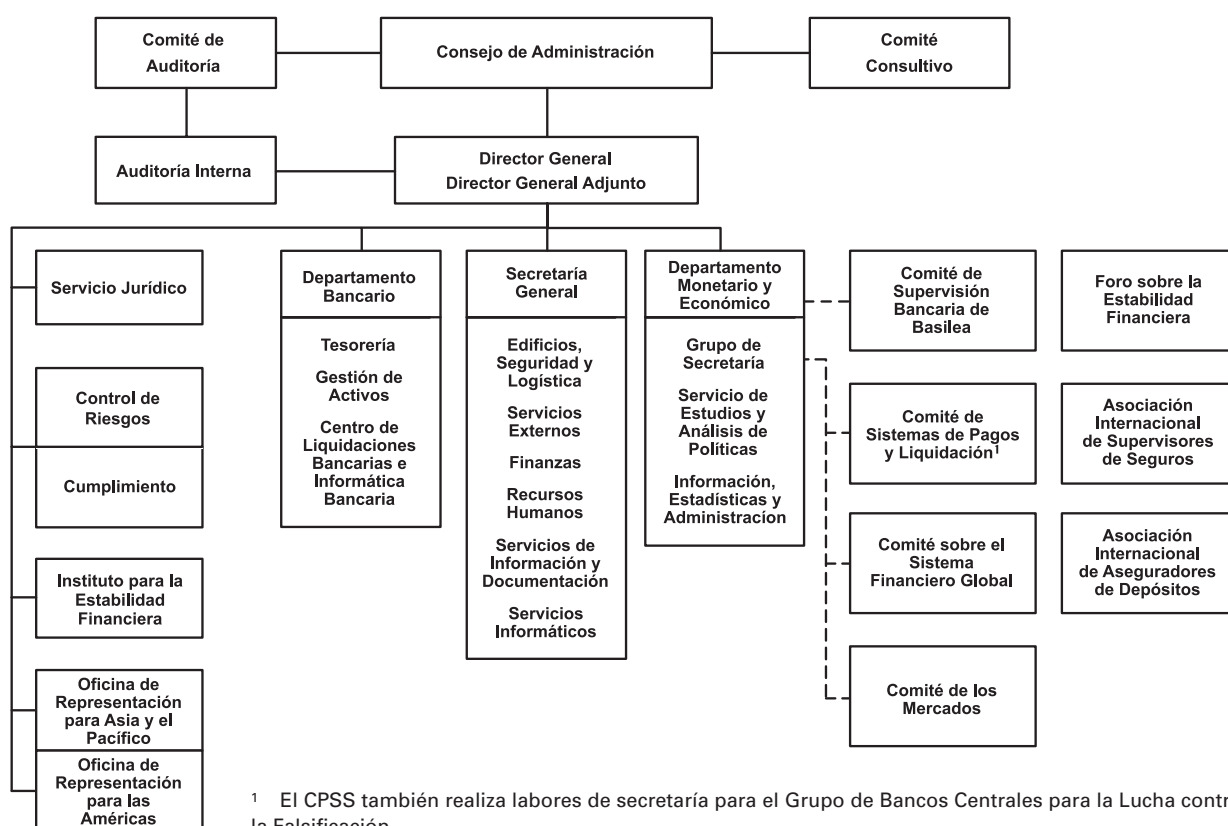
Existen tres órganos principales para el buen gobierno y la administración del Banco:

- 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 2005, participaron 110 bancos centrales, 84 de ellos a través de su Gobernador, así como delegados de 21 instituciones internacionales;
- el Consejo de Administración, compuesto en la actualidad por 17 miembros, cuya principal tarea consiste en fijar el rumbo de la estrategia y la política del Banco y supervisar a la Alta Dirección. El Consejo cuenta con la ayuda del Comité de Auditoría y del Comité Consultivo, compuestos por algunos de sus Consejeros; y
- el Comité Ejecutivo, presidido por el Director General del Banco e integrado por el Director General Adjunto, los Jefes de Departamento y otros cargos de rango similar nombrados por el Consejo, asesora al Director General acerca de cualquier asunto de importancia para el Banco en su conjunto.

En la Asamblea General Extraordinaria celebrada al mismo tiempo que la Asamblea General Anual de 2005, se acordó revisar los Estatutos del BPI con el fin de hacer más eficiente su buen gobierno. Esta decisión se adoptó tras el proceso iniciado por el Banco un año antes para aumentar la transparencia de sus operaciones y de su estructura. En consecuencia, la figura de Presidente del BPI quedó abolida a partir del 27 de junio de 2005. Desde 1948, los cargos de Presidente del Consejo de Administración y de Presidente del Banco han recaído en una misma persona. En dicho proceso también se reconoció el mandato del Comité Ejecutivo en su función de asesoramiento al Director General y se redactaron las Cartas por las que se regirán el Consejo de Administración y diversos comités operativos.

Al final de este capítulo se enumeran los bancos centrales miembros del BPI, sus Consejeros y altos cargos, así como los cambios recientes que se han producido en la composición del Consejo y de la Alta Dirección.

## Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2006



### Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional: contribución directa del BPI durante 2005/06

A comienzos de 2006, el BPI anunció una serie de iniciativas para profundizar en su relación con sus socios estratégicos de Asia, tras haber llevado a cabo un intenso proceso de consulta con bancos centrales miembros del BPI en la región. Las iniciativas incluyen un programa trienal de investigación sobre asuntos monetarios y financieros que atañen a Asia y el Pacífico, la extensión de la labor que el Instituto para la Estabilidad Financiera realiza en la región y la ampliación de los servicios bancarios que presta la Oficina de Representación del BPI en Hong Kong RAE.

#### *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 otras muchas 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 profundizan 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, la llamada Review Meeting brinda a los Gobernadores la oportunidad de conocer 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 2005/06 los asuntos analizados por los Gobernadores fueron:

- la evolución reciente en el mercado del petróleo;
- asuntos relacionados con los mercados de divisas;
- Basilea II y aspectos relacionados con la supervisión bancaria transfronteriza;
- la revisión de los *Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz*;
- la financiación de la vivienda; y
- la relación entre el banco central y el Gobierno.

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:

- bancos centrales y estabilidad financiera: objetivos, instrumentos y asunción de responsabilidades;
- los efectos de la globalización sobre el proceso de formación de precios y salarios, análisis y alcance de los cambios registrados;
- los mercados crediticios, instrumentos financieros complejos y la gestión de riesgos;
- análisis y perspectivas del MTC II y la adhesión a la zona del euro; y
- la medición de la inflación con fines de política monetaria;

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.

Otras reuniones organizadas de manera menos frecuente para altos cargos de bancos centrales son:

- la reunión semestral de economistas de bancos centrales, que examinó en octubre de 2005 la evolución del proceso generador de inflación;
- 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, donde este año se debatió los progresos realizados en el sistema bancario de las economías emergentes.

### *Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI*

#### *Actividades de investigación*

El BPI, además de facilitar la documentación de referencia 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](http://www.bis.org)).

De conformidad con la misión del BPI, su investigación a largo plazo se centra en cuestiones de estabilidad monetaria y financiera. Algunos de los asuntos que han recibido una atención particular durante el periodo analizado son:

- los cambios en el proceso generador de inflación, especialmente los vínculos entre inflación y globalización así como la influencia del tipo de cambio;
- medición y valoración del riesgo de crédito, principalmente en los nuevos instrumentos financieros como los derivados del crédito;
- estimación de la preferencia por el riesgo y su efecto en la formación de precios de activos financieros;
- las tendencias en el sistema bancario internacional;
- la coordinación entre políticas monetarias y prudenciales; y
- el vínculo entre la gestión del riesgo, la contabilidad y la regulación prudencial.

En el contexto de estas actividades de investigación, el BPI también organiza conferencias y seminarios que suelen congrega a altos cargos de órganos rectores de las políticas, académicos y agentes del mercado. En

junio de 2005, en el contexto de las celebraciones del septuagésimo quinto aniversario del Banco, tuvo lugar la Cuarta Conferencia Anual del BPI en la que se analizó el pasado y el futuro de la cooperación entre bancos centrales. En noviembre, se consagró un seminario de alto nivel al análisis de la relación entre contabilidad, gestión del riesgo y regulación prudencial.

#### *Cooperación en materia estadística*

Un gran logro en materia estadística fue la decisión tomada por el BPI en enero de 2006 de acoger en su sede la Secretaría del Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales (IFC), foro global de usuarios y recopiladores de estadísticas de los bancos centrales, que lleva en funcionamiento de forma no oficial desde 1997 bajo los auspicios del Instituto Internacional de Estadística (ISI). Su Comité lo preside actualmente Jan Smets, Consejero del Banco Nacional de Bélgica y suplente en el Consejo de Administración del BPI. En abril de 2005, el Comité organizó una serie de reuniones en la quincuagésima quinta Sesión del ISI en Sydney, además de patrocinar junto con el Banco de Canadá un seminario sobre "Requisitos de los datos para el análisis de la estabilidad y vulnerabilidad de sistemas financieros avanzados" en junio de 2005. En abril de 2006, el Banco organizó un seminario sobre "Medición del IPC: perspectivas y preocupaciones de los bancos centrales" al que asistieron la mayoría de los bancos centrales representados en la Global Economy Meeting del BPI. Actualmente se están llevando a cabo los preparativos para la Tercera Conferencia del IFC que se celebrará en el BPI a finales de agosto de 2006 bajo el título "Medición de la situación financiera de los hogares". Para obtener más información acerca del IFC, su buen gobierno y la documentación de sus distintas reuniones, consulte su dirección en Internet ([www.ifcommittee.org](http://www.ifcommittee.org)).

El apoyo del BPI al IFC pone de manifiesto la creciente importancia que revisten para los bancos centrales los datos estadísticos y las cuestiones metodológicas relacionadas, desde una perspectiva de estabilidad tanto monetaria como financiera. Albergar la sede del IFC supone también una extensión natural de otros servicios que presta el BPI a la comunidad de los bancos centrales en materia estadística, incluido el Banco de Datos del BPI y la compilación de diversas estadísticas financieras internacionales.

Cuatro bancos centrales entraron a formar parte oficialmente del Banco de Datos del BPI el pasado año: los de Argentina, Brasil, China y la India, con lo que el total de instituciones asciende a 39, casi todos ellos accionistas del BPI. Además, a los bancos centrales miembros del BPI que no contribuyen al Banco de Datos se les invitó a que comenzaran a informar al Banco sobre un número limitado de indicadores económicos clave como contribución al material estadístico de base preparado para las reuniones bimestrales del BPI.

En octubre de 2005, 35 bancos centrales participaron en la Reunión bienal de Expertos en Estadísticas Financieras Internacionales del BPI, donde pasaron revista a una serie de cuestiones analíticas y técnicas relacionadas con dichas estadísticas. El año pasado, se amplió la cobertura de las estadísticas bancarias consolidadas (para ofrecer más información sobre la exposición última al riesgo, incluyendo datos de fuera de balance)

y la de aquellas sobre derivados OTC (con el fin de incluir datos sobre *swaps* de incumplimiento crediticio). Las estadísticas bancarias territoriales del BPI incluyeron datos de Corea y las estadísticas sobre valores nacionales recogieron información de Croacia y Pakistán. A finales de 2005, el BPI decidió asimismo dar a conocer los datos preliminares de sus estadísticas bancarias internacionales semanas antes de la publicación oficial en su *Informe Trimestral*. Además, se iniciaron los preparativos para la próxima Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad en los Mercados de Divisas y de Derivados prevista para 2007, en la que se espera la participación de bancos centrales de más de 50 países.

El BPI trabajó el año pasado en estrecha colaboración con el FMI, la OCDE y el Banco Mundial en el marco de la Inter-Agency Task Force on Finance Statistics, un grupo de trabajo encargado de establecer un nuevo Centro de Información Conjunto sobre Deuda Externa (Joint External Debt Hub). Esta herramienta accesible a través de Internet ([www.jedh.org](http://www.jedh.org)), que comenzó a funcionar en marzo de 2006, combina datos mejorados sobre deuda externa procedentes de los acreedores y del mercado con los datos de los que disponen las agencias nacionales de estadística.

El Joint External Debt Hub utiliza íntegramente las normas técnicas, las orientaciones de contenido y los instrumentos de aplicación desarrollados por la iniciativa para el Intercambio de Datos y Metadatos Estadísticos (SDMX). El BPI, junto con el BCE, Eurostat, el FMI, la OCDE, las Naciones Unidas y el Banco Mundial, contribuye al SDMX en nombre de los bancos centrales que participan en sus actividades estadísticas. Hacia finales de marzo de 2006, los principales componentes del SDMX ya se habían publicado en [www.sdmx.org](http://www.sdmx.org). Se trata de especificaciones técnicas que han sido aprobadas por la Organización Internacional de Normalización (ISO). Las conversaciones preliminares con XBRL International, proveedor de un marco normativo similar para información contable, confirmaron que los marcos normativos para el intercambio de datos estadísticos y contables son interoperables, y se espera que continúen las labores en este sentido. El BPI presidirá el Comité de Patrocinadores del SDMX en 2006–07.

#### *El buen gobierno en los bancos centrales*

El Banco ha venido realizando actividades en el ámbito del buen gobierno de los bancos centrales durante más de una década. A lo largo de este periodo, su objetivo ha sido satisfacer las crecientes necesidades de los bancos centrales de información precisa y oportuna y de un análisis riguroso de la misma. En mayo de 2005, estas actividades se formalizaron mediante la aprobación, por parte de los Gobernadores de los bancos centrales accionistas del BPI, de una Carta por la que se establece el Foro para el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, cuyo propósito consiste en fomentar el buen gobierno de los bancos centrales en tanto que instituciones de política pública. Este Foro está compuesto por el Central Bank Governance Group y el Central Bank Governance Network y el BPI le presta su apoyo mediante servicios de secretaría.

El Governance Group está integrado por Gobernadores de un grupo representativo de bancos centrales y en él se debaten asuntos de actualidad en materia de buen gobierno en los bancos centrales. El grupo también invita a Gobernadores de otros bancos centrales a participar en sus debates, cuando el tema analizado tiene especial interés para ellos. A lo largo del pasado año, el Grupo examinó cuestiones como la legislación sobre la libertad de información y los bancos centrales, el papel del Gobernador como presidente de los principales consejos y comités del banco central, y la relación entre el banco central y el Gobierno. Siguiendo la recomendación del Governance Group, el BPI da prioridad a las cuestiones de buen gobierno que son esenciales para la actuación efectiva de autoridades monetarias independientes y responsables.

La Governance Network abarca más de 45 importantes bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo. Sus miembros participan activamente intercambiando información sobre el tratamiento de cuestiones institucionales y organizativas en los bancos centrales. Este enfoque colegiado permite recopilar información sobre mandatos, potestades, operaciones y responsabilidades que los bancos centrales pueden utilizar para reforzar sus instituciones.

#### *Grupo de Expertos en Informática de los bancos centrales del G-10*

En las dos reuniones celebradas el pasado año por el Grupo de Expertos en Informática y en las dos de su Grupo de Trabajo sobre Asuntos de Seguridad, se debatió esencialmente sobre el buen gobierno informático, la planificación de la continuidad de la actividad, la protección de los sistemas internos frente a amenazas externas y en la informática móvil o de acceso a distancia mediante redes. Los miembros del Grupo pudieron intercambiar con organizaciones similares sus experiencias con varios modelos para el buen gobierno informático interno, debatieron sobre el adecuado equilibrio entre innovación y estandarización, y analizaron las razones del fracaso de muchos modelos de buen gobierno informático.

Los planes para la continuidad de la actividad acapararon gran parte de la atención ante la necesidad de prepararse mejor ante una eventual pandemia de gripe aviaria que afectaría principalmente a la disponibilidad de los recursos humanos de las empresas (incluida la dependencia de servicios externos) en vez de a los sistemas informáticos.

Las amenazas a la seguridad, aunque todavía son importantes, causaron menos perturbaciones que en años anteriores, probablemente gracias a la mayor variedad de herramientas y medidas a disposición del sector bancario para detectar y eliminar dichas amenazas, en particular los virus informáticos. Las soluciones contra el correo electrónico basura están ahora mucho más generalizadas, reduciendo así los efectos de esta fastidiosa amenaza. La informática móvil y sus riesgos todavía exigen una constante vigilancia, dadas las expectativas empresariales y de la evolución del mercado.

Otros temas debatidos en las reuniones del Grupo fueron modelos para la búsqueda de proveedores de servicios, beneficios de las auditorías



informáticas internas y el cumplimiento de la normativa para el sector nominal en materia informática (como ITIL).

### *Auditoría Interna*

Desde 1986, los auditores de los bancos centrales del G-10 se reúnen periódicamente para intercambiar experiencias y conocimientos en su área de trabajo y para abordar nuevos problemas y desafíos. Los principales temas de debate suelen girar en torno a las normas internacionales de auditoría interna y a la continua necesidad de mejorar los controles sobre los riesgos a los que se enfrentan los bancos centrales. Dos veces al año, la unidad de Auditoría Interna del BPI organiza y acoge en su sede las reuniones del Grupo de Trabajo del G-10 sobre Metodologías para Auditorías Informáticas.

En junio de 2005, el BPI participó en la decimonovena Conferencia Plenaria Anual de los Jefes de Auditoría Interna del G-10, auspiciada por el Banco de Japón, en la que se debatieron temas como el papel de la auditoría interna en la ética y en la conciencia ética en una organización, las repercusiones de la Ley Sarbanes-Oxley, la auditoría del gobierno corporativo, la importancia de la auditoría interna para el buen gobierno informático y la auditoría de las labores de gestión para la continuidad de la actividad (en este último asunto, el BPI actuó como coordinador de un grupo de trabajo del G-10).

Tras 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 con estas instituciones.

### *Cooperación con agrupaciones regionales de bancos centrales*

El Grupo de Coordinadores de Cooperación Técnica y Formación, creado a principios de la década de los 90 para coordinar la asistencia técnica de los bancos centrales a antiguas economías planificadas, celebró su reunión anual en San Petersburgo en junio de 2005 bajo los auspicios del Banco Central de la Federación Rusa. La reunión confirmó que la cooperación técnica entre bancos centrales está cambiando en varios sentidos. En lugar de asistencia técnica tradicional, son las actividades de formación las que están cobrando importancia, al igual que ocurre con diversas formas de cooperación bilateral y multilateral. Igualmente, muchos de los antiguos receptores de asistencia técnica en Europa oriental mantienen ahora acuerdos de cooperación técnica con los Estados Independientes de la Commonwealth (CIS) y los Balcanes. La cooperación técnica también se está fortaleciendo con bancos centrales de otras regiones, particularmente de Asia.

El BPI continuó prestando su apoyo a varios grupos de bancos centrales regionales organizando eventos conjuntos esporádicos o aportando ponentes a sus reuniones. Entre estos grupos se encuentran:

- los Bancos Centrales del Sudeste Asiático (SEACEN);
- el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA);

- los bancos centrales de Europa oriental y de los estados del CIS a través del Instituto Multilateral de Viena;
- el Centro Africano de Estudios Superiores de Administración (CESAG), patrocinado, entre otros, por el Banco Central de los Estados de África Occidental (BCEAO); y
- el Instituto de Gestión Macroeconómica y Financiera de África Oriental y Meridional (MEFMI).

### *Comunicaciones*

El septuagésimo quinto aniversario del Banco en 2005 fue una excelente oportunidad para divulgar información sobre la función que viene realizando desde 1930 en pos del fomento de la cooperación financiera internacional. Con motivo de dicha ocasión, se organizaron las siguientes actividades:

- Una exposición (titulada “this is the biz”), inaugurada por Nout Wellink, Presidente del Consejo de Administración del Banco, coincidiendo con la celebración de la 75ª Asamblea General Anual del BPI. La exposición, que estuvo abierta al público durante dos semanas en julio de 2005, fue visitada por cerca de 6.000 personas. En ella, además de examinarse documentos e ilustraciones de la época, también podía verse un video donde se entrevistaba a diferentes banqueros centrales y utilizarse diversos sistemas multimedia para conocer la historia del BPI y sus funciones actuales.
- La publicación de un DVD en el que se recoge la serie completa de *Informes Anuales* del BPI en los cuatro idiomas oficiales del Banco. El DVD permite acceder fácilmente a cualquier información que haya sido publicada en dichos informes desde la creación del Banco en 1930. Cualquier biblioteca o investigador que lo desee puede solicitar una copia del mismo al BPI.

En enero de 2006, el BPI lanzó su nueva página en Internet, con un acceso mejorado a estudios publicados por bancos centrales y a discursos de los principales Gobernadores. El centro conjunto de investigación de bancos centrales a través de Internet (Central Bank Research Hub), que comenzó a funcionar en 2004, contaba en mayo de 2006 con 40 instituciones.

### *Oficinas de Representación*

La Oficina de Representación para Asia y el Pacífico (la Oficina Asiática) y la Oficina de Representación para las Américas (la Oficina de las Américas) sirven de plataforma para las actividades del BPI en dichas regiones. El objetivo de las Oficinas es, por una parte, fortalecer las relaciones entre el BPI y los bancos centrales y autoridades supervisoras de la región y, por la otra, promover la cooperación dentro de cada región. Con estos propósitos, las Oficinas organizan reuniones, fomentan el intercambio de información y de datos, y contribuyen a los estudios financieros y económicos que realiza el Banco sobre estas regiones. La labor de las Oficinas el pasado año, que en algunos casos quedó recogida en publicaciones, se centró en el desarrollo del

mercado de bonos, los mercados regionales de divisas y la administración de reservas de divisas.

Las Oficinas también contribuyen a los servicios bancarios que presta el BPI en estas dos regiones mediante visitas periódicas a los responsables de la gestión de reservas en bancos centrales y la organización de reuniones, tanto en el ámbito técnico como en el administrativo.

### *Asia-Pacífico*

La sala regional de operaciones de tesorería de la Oficina Asiática fortalece los servicios bancarios del BPI a los clientes de la región mediante sus actividades diarias de negociación, que se reforzaron con el traslado desde la sede central de dos miembros del *back-office*. Esta sala de operaciones también es pionera en la gestión de productos en dólares australianos, además de las inversiones propias del Banco en divisas asiáticas.

El BPI participó como administrador en la creación y cotización parcial en bolsa del segundo Fondo Asiático de Bonos (ABF2) de la Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico (EMEAP). Los 11 bancos centrales que la integran han invertido parte de sus reservas internacionales en bonos denominados en moneda local emitidos por prestatarios soberanos o con garantías del Estado en ocho economías EMEAP. Durante el periodo analizado, el BPI contribuyó a la transformación del ABF Pan-Asia Bond Index Fund en un fondo público y promovió los primeros fondos de bonos cotizados en bolsa para Hong Kong RAE, Malasia, Singapur y Tailandia. Además, el administrador del ABF1 se trasladó a la Oficina Asiática, donde los economistas de la Oficina asiática continuaron contribuyendo a estas iniciativas con investigaciones sobre los mercados de bonos asiáticos.

Dos reuniones del Consejo Consultivo Asiático (CCA) dieron respuesta a las propuestas de la Alta Dirección del BPI para fortalecer su relación con sus bancos centrales asiáticos accionistas. Estas propuestas contemplan un programa de investigación de tres años que implica un importante compromiso en términos de personal, la ampliación de los servicios bancarios y el refuerzo del Instituto para la Estabilidad Financiera con la presencia de uno de sus empleados a tiempo completo en la Oficina Asiática. En su reunión de junio de 2005 en Basilea, el CCA debatió los términos generales de una nueva estrategia asiática y, en su reunión de febrero en Shangai, se aprobaron propuestas específicas. En esta última reunión, el CCA remitió al Consejo del BPI el acta de sus deliberaciones sobre el papel que juegan los bancos centrales asiáticos en el BPI, que se habían iniciado en una reunión anterior. Inmediatamente después de esta reunión de febrero, los Gobernadores de los bancos centrales asiáticos se reunieron con algunos de sus homólogos de bancos no asiáticos con ocasión de su octava Reunión Extraordinaria para examinar las perspectivas económicas y el desarrollo de los mercados de bonos corporativos.

La Oficina Asiática organizó o colaboró en la organización de varias reuniones sobre política monetaria y sobre evolución y estabilidad financieras:

- una reunión sobre regulación de valores dirigida a supervisores bancarios, en colaboración con el Instituto para la Estabilidad Financiera, en mayo de 2005;
- la 10ª y 11ª reuniones del Foro EMEAP sobre mercados de divisas y otros mercados financieros, en junio y diciembre de 2005;
- una reunión sobre integración monetaria en Asia en colaboración con el Instituto de Hong Kong sobre Investigación Monetaria (HKIMR), en octubre de 2005;
- una reunión para responsables de la gestión de reservas en bancos centrales en el Banco de la Reserva de Australia en Sydney, en octubre de 2005;
- una reunión sobre los objetivos de la política monetaria asiática y su aplicación, en colaboración con el HKIMR, en noviembre de 2005;
- una reunión sobre la evolución de los mercados de bonos corporativo con el Banco de la República Popular de China en Kuming, en noviembre de 2005; y
- la cuarta reunión de expertos de bancos centrales sobre procedimientos operativos de la política monetaria, en marzo de 2006.

#### *Continente americano*

En su tercer año de vida, la Oficina de las Américas ha centrado sus actividades en ampliar sus contactos con bancos centrales de la región y en estrechar su cooperación con las autoridades de los bancos centrales y de supervisión de la región. La Oficina también organizó o colaboró en una serie de reuniones de alto nivel en Ciudad de México y en otros lugares, en ocasiones en colaboración con bancos centrales y otras instituciones de la región. Sus actividades regionales más sobresalientes en pos de los objetivos del Banco fueron:

- Una reunión regional consultiva sobre el Informe del CPSS *Orientaciones generales para el desarrollo de un sistema de pagos nacional*, en colaboración con el banco central de República Dominicana y el Consejo Monetario Centroamericano (República Dominicana, agosto de 2005).
- Un seminario conjuntamente organizado por el FSI y la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) dirigido a supervisores bancarios sobre “El riesgo crediticio en Basilea II” (México, septiembre de 2005).
- Un seminario sobre “Cómo vivir con flujos internacionales de capital móviles” en el CEMLA (México, septiembre de 2005).
- Una reunión del Grupo de Trabajo sobre Política Monetaria en América Latina (Argentina, octubre de 2005).
- Un seminario organizado conjuntamente por FSI y CEMLA dirigido a supervisores bancarios sobre el “Proceso del examen supervisor en Basilea II” (Argentina, noviembre de 2005).

- Una reunión de alto nivel sobre “Sistemas bancarios en evolución: desafíos e implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera”, con énfasis particular en las pequeñas economías abiertas (Jamaica, enero de 2006).
- Un seminario organizado conjuntamente por FSI y ASBA sobre “La validación de los métodos IRB en Basilea II” (Perú, febrero de 2006).
- Un taller regional del Grupo de Trabajo del CGFS sobre estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local (México, marzo de 2006).
- La creación de un espacio seguro de comunicación virtual en la plataforma “eBIS” del BPI para los abogados de bancos centrales en América Latina.

### *Instituto para la Estabilidad Financiera*

El Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) tiene por mandato ayudar a las autoridades del sector financiero a fortalecer los sistemas financieros y promover la estabilidad financiera en todo el mundo. Las actividades del FSI, organizadas en dos flancos, están diseñadas para difundir estándares y mejores prácticas principalmente en los sectores de supervisión bancaria y de seguros.

El primer flanco consiste en reuniones de alto nivel, seminarios y conferencias que se celebran desde hace tiempo tanto en Basilea como en otros lugares del mundo. En 2005, el FSI organizó un total 51 eventos en torno a diversos temas relacionados con la supervisión del sector financiero. En ellos participaron más de 1.700 representantes de bancos centrales y agencias de supervisión bancaria y de seguros. Estos eventos promueven el intercambio de información, la identificación de nuevas cuestiones y el fortalecimiento de contactos entre supervisores de distintos países. Asimismo, el FSI ha seguido organizando reuniones de alto nivel entre los responsables de supervisión de diferentes regiones para fomentar el intercambio de información sobre asuntos y planes relacionados con la aplicación de Basilea II. En ellas, también han participado representantes de bancos comerciales, contribuyendo así a que la comunidad supervisora esté al tanto de los desafíos a los que se enfrentan los bancos en materia de aplicación del nuevo marco.

El segundo flanco de su actividad se materializa FSI Connect, un recurso de información y aprendizaje en línea dirigida a supervisores bancarios. FSI Connect incluye en la actualidad más de 100 cursos sobre una amplia gama de asuntos que son relevantes para supervisores con distinto bagaje y grado de especialización; periódicamente se agregan nuevos temas. Además, cerca de 40 cursos relacionados con el capital y Basilea II se están traduciendo al francés y al español, lo que permitirá que FSI Connect llegue a un mayor número de supervisores bancarios. En la actualidad, más de 120 bancos centrales y autoridades supervisoras procedentes de aproximadamente 105 jurisdicciones están suscritos a FSI Connect, lo que representa cerca de 8.000 usuarios.

## 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 del Banco de España Jaime Caruana, trabaja en pos del fortalecimiento del marco de supervisión bancaria y de la promoción de las mejoras prácticas para la gestión de riesgos en el sector bancario. A partir del 1 de julio de 2006, Jaime Caruana será sustituido en su cargo de Presidente por Nout Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos.

### *La aplicación del marco revisado para el capital ("Basilea II")*

El Comité, tras de llevar a cabo una ronda de consultas públicas y en estrecha colaboración con la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), publicó en julio de 2005 algunas modificaciones al tratamiento de las actividades de negociación recogido en Basilea II. Además, hizo públicos los resultados de un estudio sobre las repercusiones del marco de capital Basilea II para las exigencias reguladoras de capital. El estudio lo llevaron a cabo bancos en la mayoría de países que conforman el Comité y en otros países durante el cuarto trimestre de 2005. A raíz del mismo, el Comité confirmó el "factor escalar" del 1,06% que se aplicará a las evaluaciones crediticias internas de los bancos con el nuevo marco de Basilea.

La consistencia en la aplicación transfronteriza de Basilea II continúa siendo una de las mayores prioridades del Comité. En este sentido, su Grupo para la Aplicación del Acuerdo (AIG) ha seguido promocionando la colaboración y la consistencia a la hora de poner en práctica el nuevo marco. Los miembros del AIG intercambian regularmente experiencias con los supervisores para establecer estrategias de aplicación del nuevo marco diseñadas a la medida de las actividades de los bancos con operativa internacional. Para ayudar en este proceso, el AIG concluyó en junio de 2006, junto con países no pertenecientes al Comité, un documento de orientación para el intercambio eficaz de información entre el supervisor de origen y de acogida que exige Basilea II. También ha hecho pública su opinión sobre la validación de carteras con escaso incumplimiento (*low-default portfolios*), la utilización de información externa (*vendor products*) y el riesgo operacional.

### *Gobierno corporativo en los bancos*

El gobierno corporativo ha seguido acaparando la atención internacional a raíz de una serie de fallos en los procesos de gobierno de empresas de renombre, lo cual llevó a la OCDE a publicar en 2004 una versión revisada de sus principios de gobierno corporativo. En febrero de 2006, el Comité de Basilea emitió una versión actualizada y sensiblemente revisada de su documento de 1999 *La mejora del gobierno corporativo en organizaciones bancarias*, adaptada a la idiosincrasia del sector bancario.

### *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz*

En abril de 2006, el Comité sometió a consulta pública dos documentos revisados y actualizados: *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz* y su documento de aplicación *Metodología para los Principios Básicos*. Estos Principios, publicados por primera vez en septiembre de 1997, han sido utilizados tanto por países como por asesores externos como referencia para calibrar la calidad de los sistemas supervisores nacionales. La Metodología, publicada por primera vez en 1999, está diseñada para mejorar la objetividad y permitir la comparación al evaluar el cumplimiento de los Principios Básicos en los distintos países. Desde 1997, la regulación bancaria ha cambiado considerablemente, la aplicación de los Principios en los distintos países ha aportado experiencia y han surgido nuevas dificultades para la labor del regulador. En la redacción de estas nuevas versiones ha participado una amplia gama de usuarios y expertos.

### *Contabilidad y auditoría*

En los últimos años, el Comité se ha concentrado en contribuir al desarrollo de las normas internacionales de contabilidad y auditoría. En este sentido, el Comité mantiene un diálogo de alto nivel con los órganos normativos y líderes del sector en estos ámbitos que le permite estar bien informado y le asegura que las preocupaciones supervisoras en materia de contabilidad y auditoría serán tenidas en cuenta en etapas tempranas del proceso normativo.

El Comité ha formulado orientaciones concretas para dar respuesta a las inquietudes prudenciales de aquellos bancos que opten por contabilizar sus instrumentos financieros siguiendo la norma del valor razonable recientemente emitida por el Consejo de Normas Contables Internacionales (IASB). El Comité publicó un documento con una serie de orientaciones para la correcta evaluación y valoración del riesgo de crédito en los préstamos, en el que se analiza cómo pueden utilizarse datos y procesos comunes con fines de evaluación del riesgo de crédito, contabilidad y suficiencia de capital. Por último, el Comité ha dado a conocer su parecer en torno a las normas internacionales de auditoría revisadas y ha contribuido al desarrollo de órganos de vigilancia auditores.

### *Mayor participación de los países no pertenecientes al Comité de Basilea*

Desde mayo de 2006, las agendas, planes de acción y documentos de trabajo del Comité también se distribuyen entre los presidentes de los grupos regionales de supervisión para que éstos, a su vez, los hagan circular en el seno de sus grupos según estimen oportuno. El Comité está inmerso en la organización de la próxima Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios, que se celebrará en México en octubre de 2006. Asimismo, ha aumentado considerablemente la información sobre sus actividades que difunde a través de la página en Internet del BPI de acceso público.

## *Comité sobre el Sistema Financiero Global*

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS), que se reúne cuatro veces al año, tiene por mandato vigilar la evolución de los mercados financieros internacionales e informar a los Gobernadores de los bancos centrales de los países del G-10. Sus miembros también emprenden proyectos coordinados a más largo plazo mediante grupos de estudio o de trabajo que analizan asuntos de especial interés en torno a la evolución del mercado financiero. El CGFS está compuesto por altos cargos de los bancos centrales del G-10 y del BCE, así como por representantes de una serie de bancos centrales de las principales economías y centros financieros.

### *Reuniones de seguimiento*

En sus reuniones de seguimiento, el Comité analizó la evolución de los mercados macroeconómicos y financieros a lo largo del pasado año. En ellas se debatieron los siguientes asuntos:

- consecuencias para la economía mundial del cambio en el ciclo crediticio y del aumento de los precios de los productos básicos;
- implicaciones del endurecimiento generalizado de la política monetaria para los bancos de economías de mercado emergentes;
- la acumulación de reservas de divisas en numerosas economías emergentes y sus repercusiones a escala nacional;
- la reducción del rendimiento de los bonos a largo plazo y la influencia que en ella han tenido los fondos de pensiones y sus implicaciones;
- el impacto del huracán Katrina en el sector del reaseguro en todo el mundo;
- el estrechamiento de los diferenciales de rendimiento de los mercados emergentes y factores que pueden haber influido;
- los orígenes del reciente aumento de fusiones y adquisiciones y sus implicaciones; y
- los motivos de la débil inversión empresarial en algunas economías.

### *Grupos de trabajo y otros proyectos*

En enero de 2006, el Comité publicó un informe sobre *La financiación de la vivienda en el mercado financiero mundial*, a partir del análisis realizado por un grupo de trabajo encargado de estudiar los factores estructurales que influyen en la oferta y la demanda de financiación para adquisición de vivienda. Sus principales conclusiones fueron las siguientes: primero, la evolución del mercado para financiación de vivienda ha mejorado la asignación y valoración del crédito, lo que a su vez ha permitido una mayor estabilidad financiera y macroeconómica; segundo, las pruebas de tensión realizadas por bancos centrales y otras entidades indican que el nivel actual de endeudamiento es sostenible y que la mayoría de prestatarios sería capaz de absorber descensos plausibles en los precios de la vivienda y tipos de interés más altos; y por último, la creciente obtención de préstamos para adquisición de vivienda a través de los mercados de capitales puede reforzar el vínculo



entre la evolución del mercado financiero global y los mercados de vivienda nacional.

El CGFS está actualmente inmerso en los siguientes proyectos:

- la organización de un taller para que los participantes del mercado analicen los cambios estructurales que están produciéndose en los mercados crediticios y entiendan los factores de oferta y demanda que están detrás;
- un grupo de estudio sobre volatilidad, para comprender los factores responsables de la escasa volatilidad observada recientemente en los mercados financieros, ante el temor a que este entorno pueda animar a los agentes financieros a asumir riesgos excesivos que pudieran alterar la estabilidad financiera;
- un grupo de trabajo sobre estabilidad financiera y mercados de deuda en moneda local, para analizar hasta qué punto la emisión de estos bonos mejora la intermediación financiera nacional y sus implicaciones para la estabilidad financiera; y
- un grupo de trabajo sobre inversionistas institucionales, para analizar cómo los cambios en la normativa contable y reguladora y las reformas estructurales de los sistemas públicos de pensiones pueden influir en sus decisiones de asignación de activos y de asunción de riesgos.

### *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 sistemas de pago y liquidación sólidos y eficientes. Durante el periodo analizado, el Comité estrechó su colaboración con otras instituciones y agrupaciones internacionales, incluyendo en sus actividades a un grupo cada vez más amplio de bancos centrales. El Comité está presidido por Timothy F Geithner, Presidente y Consejero Delgado del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

En mayo de 2005, el Comité publicó sendos informes a propósito de la *Vigilancia de sistemas de pago y liquidación por el banco central* y de la *Evolución de los sistemas de pago de elevada cuantía*. En enero de 2006, hizo público un informe sobre *Mecanismos transfronterizos para el tratamiento de garantías* y otro sobre *Orientaciones generales para el desarrollo de un sistema de pagos nacional*, a partir de los comentarios recibidos en la versión de consulta de mayo de 2005.

En febrero de 2006, el Comité anunció que llevaría a cabo una encuesta sobre la manera en la que los bancos y otras instituciones gestionan los riesgos en los que pueden incurrir al liquidar operaciones con divisas. La encuesta, llevada a cabo durante el segundo trimestre de ese año, se basaba en otras realizadas en 1996 y 1997, cuyos resultados se publicaron en un informe de progreso sobre *Reducción del riesgo de liquidación con divisas*. La encuesta más reciente se actualizó para reflejar los cambios más significativos observados en las prácticas de liquidación desde entonces.

En marzo de 2006, el Comité y el Banco Mundial emitieron un informe de consulta sobre *Principios generales para los servicios internacionales de remesas*, donde se analizan aspectos relacionados con los sistemas de pago y se ofrece una serie de principios generales para aquellos países que deseen mejorar el mercado para los servicios de remesas. El informe contiene cinco principios generales que abarcan los siguientes ámbitos: transparencia y protección del consumidor, infraestructura de los sistemas de pago, el marco jurídico y regulador, la estructura del mercado y la competencia, y el buen gobierno y la gestión de riesgos.

El Comité también continuó estrechando su cooperación con otros bancos centrales, especialmente en economías de mercado emergentes, con el fin de ampliar su labor más allá del ámbito del G-10. Asimismo, aportó 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 reúne a altos cargos de 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. El Comité invita con regularidad a representantes de los principales países a unirse a sus debates; además de los bancos centrales y autoridades monetarias de Australia, Brasil, China, Corea, España, Hong Kong RAE, México y Singapur, el Banco de la Reserva de la India participó por primera vez a comienzos de 2006.

Entre los asuntos analizados en sus reuniones destacan:

- las recientes oscilaciones de los principales tipos de cambio bilaterales y el impacto de las cambiantes perspectivas económicas para la política monetaria de las tres grandes áreas monetarias;
- implicaciones de los nuevos esquemas cambiarios en China;
- la influencia del crecimiento de las plataformas de negociación electrónicas para el funcionamiento de los mercados de divisas;
- los retos que plantea al entorno actual de escasa volatilidad;
- los factores responsables del reciente encarecimiento de los productos básicos, en concreto el oro;
- la oscilación del rendimiento de los bonos en los principales mercados financieros, con especial atención a la influencia de los factores de oferta y demanda (como el papel que juegan los inversionistas institucionales y los cambios en la regulación de los fondos de pensiones), y a la rentabilidad más variada a lo largo de espectro crediticio; y
- la repercusión de la acumulación de reservas de divisas para los mercados financieros.

A lo largo del año, también se analizaron asuntos más específicos, como la preparación de la próxima Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad en los Mercados de Divisas y de Derivados para abril de 2007, los retos que plantean los planes de continuidad de la actividad para los bancos centrales y diversos asuntos relacionados con la aplicación de la política monetaria. Con efecto a partir de junio de 2006, Hiroshi Nakaso, Director General del Banco de Japón, sucedió a Sheryl Kennedy, Subgobernadora del Banco de Canadá, como Presidente del Comité de los Mercados.

### *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 investigar las nuevas amenazas para la seguridad de los billetes bancarios y proponer soluciones que puedan ser aplicadas por 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 Banco 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 organizadas bajo sus auspicios, participando en las reuniones en calidad de observador y realizando labores de secretaría para el G-10 junto con el FMI y la OCDE.

En septiembre de 2005 se publicó un informe a petición de los Subgobernadores del G-10 sobre las implicaciones que pueden tener para los mercados financieros y para las políticas económicas el envejecimiento de la población y las reformas de los sistemas de jubilación. El informe concluye que los sistemas de pensiones tanto públicos como privados pueden aumentar de manera significativa la influencia del ahorro por jubilación y de los flujos de capital relacionados en los mercados financieros. Asimismo, recomienda que las medidas adoptadas en materia de regulación y supervisión persigan favorecer e influir en la tendencia hacia una gestión de riesgos más rigurosa, una mayor transparencia y un mejor gobierno en los fondos de pensiones privados. Ello se concretaría, entre otras medidas, garantizando la coherencia de los requisitos prudenciales y de financiación con las normas contables. Las normas fiscales no deberían impedir que los fondos de pensiones privados acumulen recursos con los que hacer frente a sus futuras

necesidades de financiación, pero deberían evitar abusos en el aplazamiento del pago de impuestos. Además, el creciente desplazamiento de riesgos hacia los hogares puede hacer necesario el refuerzo de la educación y del asesoramiento en materia financiera, con miras a proteger a los pensionistas. Por otra parte, se han adelantado esfuerzos para proteger las funciones fundamentales que desempeñan las instituciones financieras privadas.

### *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 materia de supervisión y seguimiento del sector financiero. Su principal misión consiste en analizar las vulnerabilidades de orden coyuntural y estructural que afectan al sistema financiero internacional y en 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 (BPI, Banco Mundial, FMI y OCDE), órganos internacionales de normalización supervisora y reguladora (Comité de Basilea, IAIS, IASB y OICV) y grupos de expertos en bancos centrales (CGFS y CPSS). La Secretaría del Foro tiene su sede en el BPI y su dirección en Internet es [www.fsforum.org](http://www.fsforum.org).

Las reuniones plenarias del FSF se celebran con periodicidad semestral. Las dos últimas tuvieron lugar en septiembre de 2005 en Londres y en marzo de 2006 en Sydney. El Foro organiza reuniones regionales para fomentar un mayor intercambio de opiniones sobre las vulnerabilidades financieras y sobre el trabajo que se realiza a escala nacional e internacional para remediarlas. Las más recientes se celebraron en Ciudad de México en noviembre de 2005, donde se debatió sobre las economías latinoamericanas, y en Sydney en marzo de 2006, acerca de la región Asia-Pacífico.

El año pasado, además de sus evaluaciones periódicas de las vulnerabilidades financieras, el FSF examinó el grado de preparación de las principales instituciones financieras para hacer frente a los principales cambios en el entorno económico y financiero; las enseñanzas extraídas de episodios anteriores de erosión de liquidez en los mercados; los principios de continuidad de la actividad para sociedades y autoridades financieras; las implicaciones que podría llegar a tener una pandemia de gripe aviaria para la estabilidad financiera; los avances en la aplicación de normas y códigos internacionales; la solidez de los procesos internacionales de normalización financiera; y la preocupación por la carga reguladora.

El rápido crecimiento del sector de los fondos de cobertura (*hedge funds*) en los últimos años ha atraído la atención de los mercados y de las autoridades. Así, en noviembre de 2005, el FSF organizó dos talleres informales a los que asistieron altos cargos de la comunidad de fondos de cobertura, sus contrapartes y autoridades financieras con el objetivo de mejorar el entendimiento mutuo entre el sector público y el sector privado

sobre cuestiones relacionadas con los fondos de cobertura. En los talleres se estudiaron las tendencias en este sector, los riesgos en las condiciones actuales en el mercado, los desafíos que presenta la gestión del riesgo para los fondos de cobertura y para sus contrapartes, así como otras cuestiones de orden operativo.

El FSF también colabora en pos del fortalecimiento de las normas y prácticas contables y auditoras internacionales, por ejemplo fomentando el diálogo entre las partes con intereses en estos ámbitos. Así, en febrero de 2006, el FSF, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) y la Federación Internacional de Contables organizaron una mesa redonda donde se extrajeron las conclusiones del primer año de aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), la convergencia entre el IASB y otros órganos normativos nacionales en materia de contabilidad, asuntos relativos a la utilización contable del valor razonable y los riesgos que implica el proceso para la presentación de informes financieros. La mesa redonda reunió a altos representantes de órganos nacionales con competencias sobre organizaciones profesionales de información financiera, contabilidad y auditoría, órganos normativos, participantes en el mercado (incluidos representantes de empresas, corporaciones e inversionistas del mercado de capitales), organismos reguladores internacionales e instituciones financieras internacionales.

En marzo de 2005, el FSF puso en marcha un proceso para promover mejoras en los centros financieros extraterritoriales (OFC), a partir de una serie de iniciativas lanzadas por sus miembros a escala nacional e internacional y de un conjunto de medidas diseñadas por el propio Foro. En el marco de este proceso, el FSF estableció un grupo encargado de examinar los resultados del trabajo que están llevando a cabo sus miembros con el fin de garantizar que los OFC cumplen las normas internacionales y solucionar los problemas que persisten en algunos de estos centros, principalmente en los ámbitos de cooperación transfronteriza eficaz, intercambio de información e idoneidad de recursos supervisores. Este grupo celebró su primera reunión oficial en febrero de 2006 y posteriormente informó al pleno del FSF sobre los adelantos en estas áreas.

A finales de abril de 2006, Roger W Ferguson, Jr abandonó su cargo de Presidente del FSF tras haber cesado su mandato en la Reserva Federal y fue remplazado por Mario Draghi, Gobernador del Banco de Italia.

### *Asociación Internacional de Supervisores de Seguros*

La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) tiene su sede en el BPI desde que se creara su Secretaría en enero de 1998. Su función es similar a la del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, aunque su ámbito de actuación es el sector asegurador. El objetivo de IAIS consiste en contribuir 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 la asistencia mutua. La IAIS, en colaboración con otros organismos reguladores internacionales (en el marco del Foro Conjunto integrado por el Comité de Basilea, la OICV y la propia IAIS), ha contribuido a la elaboración de principios para la supervisión de los conglomerados financieros. Asimismo, también participa activamente en el Foro sobre la Estabilidad Financiera. El constante aumento de miembros activos y observadores es síntoma de un adecuado reconocimiento de su labor. Para obtener más información sobre la IAIS, consúltese su página en Internet ([www.iaisweb.org](http://www.iaisweb.org)).

A lo largo del pasado año, la IAIS emprendió una serie de iniciativas clave para el desarrollo y armonización de las normas de seguros en concordancia con la evolución del panorama financiero, cuya prioridad han sido los ámbitos de contabilidad, suficiencia de capital y solvencia, así como el reaseguro.

En el ámbito contable, junio de 2005 fue el mes elegido para emitir el documento *Issues arising as a result of the IASB's insurance contracts project – Phase II: initial IAIS observations*. En él se presentan las primeras observaciones acerca de asuntos relacionados con la medición que incumben tanto a la presentación de informes financieros como reguladores y que la IAIS estima que deberían ser tenidos en cuenta por el IASB en el marco la Segunda Fase de su proyecto para contratos de seguros, en concreto la valoración de los pasivos del sector asegurador.

En el ámbito de la suficiencia de capital y solvencia, en octubre de 2005, la IAIS aprobó un documento de política titulado *A new framework for insurance supervision: towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency* (conocido como *Framework paper*), en el que se describe el razonamiento y el contenido de un marco para la supervisión del sector de seguros. Al mismo tiempo, la IAIS adoptó el documento *Towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency: cornerstones for the formulation of regulatory financial requirements* (conocido como *Cornerstones paper*), en el que se perfilan la estructura y los estándares comunes, destacando algunas de las principales piedras angulares para la formulación de requisitos reguladores en materia financiera. En febrero de 2006, emitió otro documento normativo, *Roadmap for a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*, en el que delimita el plan de trabajo para la futura creación del nuevo marco para la supervisión de seguros.

También en octubre de 2005, la IAIS aprobó un documento de supervisión titulado *Guidance paper on risk transfer, disclosure and analysis of finite reinsurance*. En diciembre, la IAIS publicó su segundo informe anual titulado *Global reinsurance market report*, basado en las estadísticas del mercado mundial del reaseguro para el ejercicio financiero 2004. El informe analiza la situación financiera general en el sector en 2004, año en el que tuvo que hacerse frente a una serie de catástrofes naturales, incluidos cuatro grandes huracanes en Estados Unidos y tifones en Japón. También pasa revista brevemente a otros eventos que acarrearón

pérdidas en 2005, en concreto el huracán Katrina, cuyo impacto se dejó sentir con fuerza en el sector del reaseguro, concluyendo que aunque los ingresos de este sector se verán sensiblemente reducidos, su nivel general de capitalización no se verá seriamente dañado.

Las actividades de formación siguen constituyendo una gran prioridad para la IAIS. A lo largo del pasado año, la IAIS organizó o prestó su ayuda en 20 seminarios, conferencias y talleres en todo el mundo, a menudo en colaboración con el Instituto para la Estabilidad Financiera. Al mismo tiempo, la Asociación, junto con el Banco Mundial, avanzó en su proyecto *Insurance core curriculum project*, desarrollando unos 25 módulos de gran calidad para la aplicación exhaustiva de los principios básicos de la IAIS.

## Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos

La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI) se creó en mayo de 2002 y abrió su sede central en el BPI en octubre de ese mismo año. Actualmente, 61 organizaciones de todo el mundo participan en las actividades de la IADI (44 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 es el Presidente de la AID y de su Consejo Ejecutivo y John Raymond LaBrosse es su Secretario General.

Durante su cuarto año de existencia, la IADI siguió sirviendo de foro para facilitar amplios contactos internacionales entre los garantes de depósitos y otras partes interesadas. Así por ejemplo, su Cuarta Conferencia Anual, celebrada en Taipei en septiembre de 2005 en torno al tema "Desafíos para los aseguradores de depósitos en su resolución de quiebras bancarias", contó con la asistencia de 150 aseguradores de depósitos y responsables de políticas procedentes de 49 países.

Asimismo, la IAID organizó la primera *International Week of Deposit Insurance*, donde 32 participantes informaron, a través de una exposición, de las principales características de estos sistemas de protección para el depositante en países de todo el mundo. Otra iniciativa nueva fue la concesión del galardón *Deposit Insurance Organization of the Year Award*, que premia a una institución perteneciente a la IADI por algún logro importante o en reconocimiento de su contribución a los objetivos de la Asociación.

La IADI continúa elaborando orientaciones para mejorar la eficacia de los sistemas de seguro de depósito. La Asociación ha publicado documentos de orientación acerca de:

- la creación y el diseño de los sistemas de seguro de depósitos;
- el desarrollo de sistemas de primas diferenciales;
- la promoción de interrelaciones eficaces entre participantes en redes de seguridad financieras; y
- orientaciones generales para su documento de consulta sobre resolución de bancos.

Entre las actividades regionales más recientes se cuentan conferencias, seminarios y reuniones del Comité en Almaty, Cartagena, Manila, Abuja, Taipei, Praga y Marrakesh. La IADI también colaboró con el Banco Asiático de Desarrollo en un seminario internacional titulado “Integrating financial supervision and the role of deposit insurers” que se celebró en febrero de 2006.

La página de Internet de la IADI ([www.iadi.org](http://www.iadi.org)) y su boletín bimestral ofrecen a sus miembros y participantes información sobre sus actividades.

## Servicios financieros del Banco

### *Servicios bancarios*

El BPI ofrece una amplia gama de servicios financieros específicamente diseñados para ayudar a los bancos centrales y a otras autoridades monetarias oficiales a administrar sus reservas internacionales. Alrededor de 130 de estas instituciones, así como algunas instituciones internacionales, utilizan en la actualidad activamente estos servicios.

La seguridad y la liquidez caracterizan los servicios de intermediación crediticia del Banco, basados en un riguroso marco interno para la gestión del riesgo. De conformidad con las mejores prácticas, una unidad independiente de control de riesgos, que informa directamente al Director General Adjunto del BPI (y a través de éste al Director General), supervisa los riesgos de crédito, de liquidez, de mercado y operacional.

Para dar respuesta a las variadas y cambiantes necesidades de los bancos centrales, el BPI ofrece un extenso abanico de soluciones de inversión en cuanto a moneda de denominación, liquidez y vencimiento. Además de las colocaciones tradicionales en el mercado monetario (como cuentas a la vista/con preaviso y depósitos a plazo fijo), el Banco ofrece dos instrumentos que pueden negociarse (comprarse y revenderse) directamente con él: 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 1 y 10 años. La gama de productos estándar también incluye una serie de MTI con opción de reembolso anticipado (*callable*), así como otros instrumentos con cláusulas de opcionalidad incorporadas.

El Banco también realiza operaciones con oro y divisas por cuenta de sus clientes. En ocasiones, concede créditos a corto plazo a los bancos centrales, normalmente garantizados, al tiempo que realiza funciones de fideicomisario y de agente depositario de garantías (véase más adelante).

El BPI presta servicios de gestión de activos para títulos soberanos o instrumentos 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 (*BIS Investment Pool* o *BISIP*) que permite a los clientes invertir en un conjunto de activos en común. El BPI administra los dos Fondos Asiáticos de Bonos (ABF1 y ABF2) a través de BISIP: el ABF1



está gestionado por el BPI mientras que el ABF2 lo está por un grupo de gestores externos.

El Banco presta sus servicios financieros a través de dos salas de negociación conectadas entre sí que se encuentran en su sede central de Basilea y en su Oficina Asiática en Hong Kong RAE.

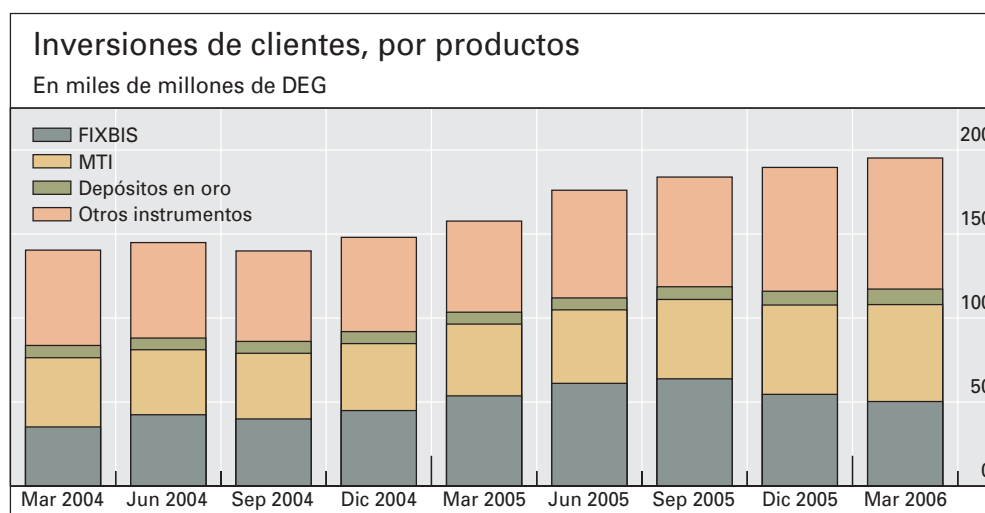
### *Operaciones del departamento bancario en 2005/06*

El balance de situación del Banco volvió a incrementarse en 2005/06, hasta alcanzar, a 31 de marzo de 2006, la cifra récord de 220.100 millones de DEG, lo que supone un aumento de 39.600 millones de DEG (22%) con respecto al año anterior. De ellos, 2.700 millones obedecieron a oscilaciones de los tipos de cambio (en especial la apreciación del dólar de EEUU frente al DEG) y 3.700 millones de DEG procedieron del encarecimiento del precio del oro en el mercado.

#### *Pasivo*

El tamaño del balance del BPI viene determinado principalmente por las inversiones de nuestros clientes, que conforman la mayor parte del total del pasivo. A 31 de marzo de 2006, las colocaciones de clientes (excluidos los acuerdos con pacto de recompra) sumaban 195.200 millones de DEG, frente a los 157.700 millones al cierre del ejercicio anterior.

En torno al 95% de estas inversiones están denominadas en divisas y el resto lo están en oro. Los depósitos en divisas crecieron desde los 150.600 millones de DEG del año anterior hasta los 186.000 millones de DEG a finales de marzo de 2006, lo que representa aproximadamente el 6% de las reservas mundiales de divisas. Las inversiones denominadas en dólares de Estados Unidos representaron el 65% del total, mientras que los fondos en euros alcanzaron el 20%. El incremento de los depósitos en oro desde 7.100 millones de DEG hasta 9.200 millones en el presente ejercicio se debió principalmente a efectos de valoración (en concreto, al aumento del precio del oro).



La expansión de las colocaciones de clientes se materializó sobre todo en depósitos a plazo fijo y en Instrumentos a Medio Plazo (MTI). La suscripción de estos últimos creció un 35%, lo que los convierte en los instrumentos por los que optan un mayor número de clientes del BPI. Por su parte, los depósitos a plazo fijo se incrementaron más de un 40%, debido en parte a la preferencia de éstos frente a los FIXBIS, que son instrumentos más líquidos pero menos rentables.

El desglose geográfico de los depósitos en divisas con el BPI muestra un descenso relativo de clientes asiáticos y un aumento de clientes en otras regiones, especialmente en Europa.

### *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 garantías del Estado, incluidos acuerdos con pacto de recompra inversa. Además, el Banco posee 165 toneladas de oro fino, habiendo dispuesto de 15 de ellas a lo largo del ejercicio financiero. Las posiciones crediticias se gestionan de manera muy conservadora, de tal modo que, a 31 de marzo de 2006, el 99,7% de las posiciones crediticias del Banco tenían calificación A o superior (véase la Nota 4E a los estados financieros).

En esa misma fecha, los depósitos en divisas y los valores del Banco, incluidos los acuerdos con pacto de recompra inversa, alcanzaron los 199.200 millones de DEG, lo que supone un aumento con respecto a los 165.400 millones contabilizados a finales del pasado ejercicio financiero. Estos fondos adicionales se invirtieron principalmente en letras del Tesoro, depósitos a plazo con entidades bancarias y títulos de deuda emitidos por bancos comerciales.

El BPI recurre a diversos instrumentos financieros derivados con el fin de gestionar más eficientemente sus activos y pasivos (véase la Nota 9 de los estados financieros).

## *Funciones de agente y fideicomisario*

### *Fideicomisario de empréstitos internacionales*

El Banco siguió 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 2005 la Bundeswertpapierverwaltung (BWV, Administración de Títulos Federales de Alemania) había concertado el pago de una cantidad total próxima a 4,9 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 *50° Informe Anual* de junio de 1980), que hizo extensiva a los bonos de consolidación 1990–2010.

#### *Funciones de depositario de plica*

En el marco de un acuerdo de deuda externa alcanzado en octubre de 2005 entre la República Federal de Nigeria y 15 países acreedores pertenecientes al Club de París, el BPI firmó un Acuerdo de Depósito y Plica con el Banco Central de Nigeria con fecha 31 de octubre de 2005, por el que el BPI mantendrá fondos y los entregará a cada uno de estos países una vez se hayan celebrado los correspondientes acuerdos bilaterales de reestructuración de deuda con las autoridades nigerianas.

#### *Funciones de agente depositario de garantías*

En virtud de distintos acuerdos, el BPI actúa en calidad de agente depositario y encargado de la inversión de garantías en beneficio de los titulares de una serie de bonos denominados en divisas emitidos por algunos países mediante acuerdos de reestructuración de su deuda externa. Durante 2005/06, los acuerdos de garantías incluyeron los correspondientes a los bonos brasileños (descritos detalladamente en el *64° Informe Anual* de junio de 1994), los bonos peruanos (véase el *67° Informe Anual* de junio de 1997) y los bonos de Costa de Marfil (véase el *68° Informe Anual* de junio de 1998).

## Cuestiones institucionales y administrativas

### *Cambios en la estructura de gobierno del BPI*

En 2004, el BPI llevó a cabo un examen de su gobierno corporativo con el fin de determinar hasta qué punto seguía los principios actuales de buen gobierno, teniendo en cuenta las peculiaridades del Banco como organismo internacional (véase el *75° Informe Anual* de junio de 2005).

Este examen fue llevado a cabo por tres conocidos expertos independientes en gobierno corporativo: el Catedrático Klaus J. Hopt, Director del Max Planck Institute for Foreign Private Law and Private International Law de Hamburgo; el Catedrático Reinier H. Kraakman, de Harvard Law School, y el Catedrático Jean-Victor Louis, antiguo Asesor General del Banco Nacional de Bélgica y Profesor Emérito en la Université Libre de Bruselas.

Su informe final, presentado al Consejo de Administración del BPI en noviembre de 2004 y disponible en la página del BPI en Internet, identificaba oportunidades para mejorar los Estatutos del Banco y sus prácticas de buen gobierno. El Consejo decidió entonces establecer un Comité para analizar los asuntos destacados en el informe de los expertos y proponer acciones concretas al respecto. Este Comité recomendó una serie de enmiendas a los Estatutos del BPI destinadas a mejorar el gobierno corporativo del Banco y a aumentar su transparencia, que fueron aprobadas por el Consejo y adoptadas en la Asamblea General Extraordinaria del Banco celebrada el 27 de junio 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 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 lo que ocurre con otras organizaciones similares 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, cada una de las cuales representa 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. La inversión en capital se refiere principalmente a los gastos relacionados con edificios e informática, pudiendo variar significativamente cada año. 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 2005/06 alcanzaron los 223,6 millones de francos suizos, un 1,2% por debajo de la cantidad presupuestada de 226,3 millones de francos suizos<sup>1</sup>, mientras que la inversión de capital ascendió a 23,8 millones de francos suizos, 3,2 millones por debajo de lo presupuestado. Este ahorro en los gastos administrativos con respecto a lo previsto se debió principalmente a la reducción inicial del número de empleados a raíz de una revisión de las actividades del Banco (véase más adelante), que permitió reducir gastos relacionados con la administración y el personal. En cuanto a la inversión de capital, los principales gastos se debieron a la mejora de los sistemas de seguridad físicos del Banco y a la protección de sus edificios.

El gasto en 2005/06 fue el que más se acercó al presupuesto en los últimos años, lo que demuestra la mejora de la gestión presupuestaria gracias a la mayor precisión a la hora de crear los presupuestos y al perfeccionamiento del seguimiento trimestral introducido en 2004/05 sobre los objetivos de los planes de las distintas áreas de negocio. Además de estas medidas, la Alta Dirección emprendió una revisión minuciosa de las actividades del Banco durante el año, que permitió identificar una serie de ámbitos en los que podría mejorarse la eficiencia y reducirse personal.

<sup>1</sup> La contabilidad presupuestaria del Banco se basa en el efectivo y excluye determinados ajustes contables financieros, en su mayoría relacionados con compromisos por prestaciones post-empleo, que tienen en cuenta la evolución de los mercados financieros y los supuestos actuariales. Estos factores adicionales se incluyen en "gastos de explotación" de la Cuenta de pérdidas y ganancias (véase "Beneficio neto y su distribución").

Los gastos administrativos y de capital también fueron reflejo de las prioridades fijadas en el presupuesto 2005/06 para el refuerzo de las unidades de gestión de riesgos, auditoría interna y cumplimiento en el Banco, así como para la continuidad de los esfuerzos para mejorar los sistemas de seguridad.

En marzo de 2006, el Consejo aprobó un incremento del presupuesto administrativo para el ejercicio financiero 2006/07 del 2,5%, hasta alcanzar la cifra de 232,0 millones de francos suizos. El presupuesto de capital prevé una reducción de 1,1 millones de francos suizos, hasta situarse en 25,9 millones. Los presupuestos para 2006/07 parten de los objetivos centrales del Banco para el próximo ejercicio financiero, a saber:

- Ampliar los servicios que presta el BPI con el fin de profundizar en su relación con sus accionistas en la región Asia-Pacífico. Esto incluye un programa trienal de estudios sobre políticas monetarias y financieras en Asia y la mejora de sus servicios bancarios en el huso horario asiático.
- Poner en práctica las recomendaciones de la revisión de actividades realizada en 2005/06, reduciendo en primer lugar puestos de trabajo de carácter administrativo en Basilea, lo que concederá cierto margen de maniobra para proseguir la iniciativa asiática con un marco presupuestario más ajustado.
- Planear más reformas en las salas de reunión en el edificio de la Torre en Basilea y la renovación del Club Deportivo del Banco.

#### *Política retributiva*

El trabajo que realiza el personal del BPI se evalúa mediante una serie de criterios objetivos, entre los que se encuentran su titulación, experiencia y responsabilidades, y se clasifica en distintas categorías laborales que se insertan a su vez en una estructura salarial por bandas. Periódicamente, se realizan estudios en los que se compara la estructura salarial del BPI con la de instituciones o segmentos del mercado equiparables. Este análisis tiene en cuenta las diferencias en la tributación de los salarios del personal de las instituciones estudiadas. Al aplicar los datos de mercado a los sueldos del BPI, el Banco se sitúa en la mitad superior del espectro con el fin de atraer a profesionales altamente cualificados.

En los años en los que no se lleva a cabo ninguna encuesta exhaustiva, la estructura salarial se ajusta 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 2005, la estructura retributiva se incrementó así el 1,2%. Las modificaciones de la remuneración de cada empleado dentro de los límites de su categoría salarial se basan en méritos propios, sujetos a una evaluación periódica de su rendimiento.

El personal extranjero que no resida en Suiza en el momento de ser contratado, incluidos los altos cargos, tiene derecho a una asignación por desplazamiento, que en la actualidad asciende al 14% o al 18% de su salario anual, dependiendo de su situación familiar, sujeto a un máximo. El personal desplazado también tiene derecho a recibir una asignación en concepto

de educación<sup>2</sup>. 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 transcurrido 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 2005, la remuneración anual de los principales directivos, antes de la asignación por desplazamiento, se basa en la siguiente estructura salarial:

- Director General 718.370 francos suizos
- Director General Adjunto 607.850 francos suizos
- Jefes de Departamento 552.590 francos suizos

Además, 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. El ajuste más reciente se realizó el 1 de julio de 2005, estableciendo la remuneración anual fija total que percibe el Consejo de Administración en 895.800 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 presentes en todas las reuniones del Consejo, el total anual de estos estipendios ascendería a 824.160 francos suizos.

## Beneficio neto y su distribución

### *Beneficio neto*

El beneficio neto del 76º ejercicio financiero ascendió a 599,2 millones de DEG, frente a los 370,9 millones de DEG del ejercicio anterior. A continuación se analizan los factores que se encuentran tras este resultado.

### *Ingresos totales de explotación*

Los ingresos totales de explotación alcanzaron 573,4 millones de DEG en el ejercicio financiero 2005/06, frente a los 458,4 millones del ejercicio anterior. Tres fueron las razones principales de esta evolución:

- Las entradas de capital por suscripción de acciones y beneficios no distribuidos aumentaron el componente de los fondos propios del Banco en divisas, generando así mayores ingresos por intereses procedentes de los títulos de inversión del Banco. Los ingresos por intereses procedentes de los títulos de inversión también se beneficiaron de los crecientes rendimientos por intereses.
- Los ingresos netos por depósitos en el Banco también crecieron debido a la fuerte entrada de depósitos de clientes en el ejercicio

<sup>2</sup> 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.

financiero. Por su parte, los márgenes de intermediación en 2005/06 apenas cambiaron con respecto a sus niveles de 2004/05.

- En ambos ejercicios financieros se incurrió en pérdidas por divisas, aunque los 25,2 millones de DEG de 2005/06 fueron inferiores en 9,3 millones de DEG a los niveles de 2004/05. Las pérdidas cambiarias en 2005/2006 obedecieron principalmente al impacto que tuvo la apreciación del precio del oro para el valor de mercado de los contratos a plazo para la venta de activos de inversión en oro<sup>3</sup>.

#### *Gastos de explotación*

Los gastos de explotación (véase la Nota 28 a los estados financieros) ascendieron a 146,9 millones de DEG, lo que representa un aumento del 1,3% con respecto a la cifra de 145,0 millones de DEG del ejercicio anterior. Los gastos de explotación antes de amortización fueron de 133,6 millones de DEG, un 3,3% por encima de los 129,3 millones de DEG del año anterior. La carga por amortización se redujo desde 15,7 millones de DEG hasta 13,3 millones de DEG.

#### *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, fue de 426,5 millones de DEG, un 36,1% por encima de los 313,4 millones de DEG del ejercicio 2004/05.

Con la venta de valores de inversión el Banco obtuvo un beneficio neto de 58,2 millones de DEG durante el ejercicio financiero, como resultado de una realineación de su cartera de inversión con respecto a su posición de referencia subyacente, reflejo de la venta de valores adquiridos cuando los tipos de interés eran más altos.

La ganancia realizada de 114,5 millones de DEG por la venta de activos de inversión en oro durante 2005/06 se produjo por la venta de 15 de las 180 toneladas de oro que poseía el Banco a 31 de marzo de 2005.

#### *Revisión de la política de dividendos*

A lo largo del año, el Consejo de Administración examinó la política de dividendos del Banco, teniendo en cuenta las necesidades de capital del mismo y el interés de sus accionistas por obtener un rendimiento adecuado y sostenible al invertir en acciones del BPI. Tras examinar las perspectivas de beneficios del Banco, el Consejo llegó a la conclusión de que el sistema empleado hasta ahora de aumentar el dividendo en 10 DEG cada año sería coherente con dichas consideraciones. En virtud de este sistema, el dividendo en 2004/05 sería de 235 DEG por acción mientras que en 2005/06 sería de 245 DEG.

<sup>3</sup> Las pérdidas cambiarias por valor de 34,5 millones de DEG en 2004/05 se debieron al impacto que tuvo la apreciación del franco suizo frente al DEG en 2004 para el pasivo en francos suizos por encima del activo en dicha moneda registrado antes de que la recompra de las acciones de las emisiones belga y francesa se revendieran a sus respectivos bancos centrales en otoño de 2004.

El Consejo decidió asimismo reexaminar la política de dividendos del Banco cada dos o tres años, teniendo en cuenta cualquier cambio de circunstancias si fuera necesario.

### *Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio financiero*

En virtud del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que los beneficios netos de 599,2 millones de DEG del ejercicio financiero 2005/06 sean distribuidos por la Asamblea General de la siguiente manera:

- 132,4 millones de DEG para el pago de un dividendo de 245 DEG por acción;
- 46,7 millones de DEG al fondo de reserva general<sup>4</sup>;
- 6,0 millones de DEG al fondo de reserva especial para dividendos; y
- 414,1 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.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco será pagadero el 3 de julio de 2006 a los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco a 31 de marzo de 2006; el pago se realizará según las instrucciones de los accionistas en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en francos suizos. El dividendo de 245 DEG por acción propuesto para 2005/06 representa un aumento del 4,3% sobre el dividendo de 2004/05.

El dividendo total se abonará a 510.192 acciones. El dividendo pagadero en concepto de las 35.933 acciones propias correspondientes a la emisión estadounidense que se distribuyeron el 31 de mayo de 2005 se abonará de manera proporcional en función de la fecha de redistribución. El número de acciones emitidas y desembolsadas asciende a 547.125, de las cuales, 1.000 las mantenía el Banco en su autocartera a 31 de marzo de 2006, en concepto de las acciones en suspenso de la emisión albanesa. 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 Deloitte AG, que ha confirmado que reflejan fielmente la situación financiera del Banco a 31 de marzo de 2006 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Dicho informe figura inmediatamente después de los estados financieros.

<sup>4</sup> Dado que el fondo de reserva general cuadruplicó el capital desembolsado por el Banco a 31 de marzo de 2005, en virtud del Artículo 51 de los Estatutos del Banco ha de transferirse a dicho fondo el 10% del beneficio tras la distribución del dividendo, hasta que su saldo sea el quintuplo del capital desembolsado.





# Consejo de Administración

Jean-Pierre Roth, Zúrich  
Presidente del Consejo de Administración

Hans Tietmeyer, Fráncfort del Meno  
Vicepresidente

Ben S. Bernanke, Washington  
Pierluigi Ciocca, Roma  
David Dodge, Ottawa  
Mario Draghi, Roma  
Toshihiko Fukui, Tokio  
Timothy F. Geithner, Nueva York  
Lord George, Londres  
Stefan Ingves, Estocolmo  
Mervyn King, Londres  
Jean-Pierre Landau, París  
Christian Noyer, París  
Guy Quaden, Bruselas  
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruselas  
Axel A. Weber, Fráncfort del Meno  
Nout H. E. M. Wellink, Amsterdam

## *Suplentes*

Giovanni Carosio o Ignazio Visco, Roma  
Karen H. Johnson, Washington  
Peter Praet o Jan Smets, Bruselas  
Wolfgang Mörke, 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
Hervé Hannoun	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
Daniel Lefort	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 del Instituto para la Estabilidad Financiera

### Nombramientos de consejeros y altos cargos

En la Asamblea General Extraordinaria celebrada el 27 de junio de 2005, se decidió suprimir la figura de Presidente del BPI. Nout Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos, que había sido reelegido como Presidente del Consejo de Administración y Presidente del BPI con efectos a partir del 1 de marzo de 2005, siguió desempeñando el primero de estos cargos hasta abandonarlo el 28 de febrero de 2006. En su reunión de enero de 2006, el Consejo eligió como su Presidente a Jean-Pierre Roth, Presidente del Consejo de Gobierno del Banco Nacional de Suiza, para un mandato de tres años a partir del 1 de marzo de 2006.

El 7 de noviembre de 2005, venció el mandato de Vincenzo Desario, Director General del Banco de Italia, como miembro del Consejo de Administración del BPI. Tras la dimisión de Antonio Fazio como Gobernador del Banco de Italia el 19 de diciembre de 2005 y en espera de que comenzara el mandato del nuevo Gobernador, Desario asumió el cargo de Gobernador en funciones del Banco de Italia, convirtiéndose por tanto en Consejero de oficio del BPI desde el 20 de diciembre de 2005 hasta el 15 de enero de 2006. En su carta con fecha 23 de diciembre de 2005, Desario nombró Consejero a Pierluigi Ciocca, Director General Adjunto del Banco de Italia, para cubrir la vacante del propio Desario durante un periodo de tres años hasta el

22 de diciembre de 2008. El 16 de enero de 2006, Mario Draghi fue nombrado Gobernador del Banco de Italia, convirtiéndose así en Consejero de oficio en el Consejo de Administración del BPI.

A finales de diciembre de 2005, Lars Heikensten abandonó su cargo de Gobernador del Sveriges Riksbank quedando vacante su puesto en el Consejo del BPI. En su reunión de noviembre de 2005, el Consejo seleccionó a Stefan Ingves, sucesor de Heikensten en el Sveriges Riksbank, para completar el mandato restante de éste último (desde el 1 de enero de 2006 hasta el 31 de marzo de 2008). En esa misma reunión, Axel Weber, Presidente del Deutsche Bundesbank, ratificó a Hans Tietmeyer como miembro del Consejo de Administración del BPI por otros tres años, hasta el 31 de diciembre de 2008, y el Consejo lo reeligió como su Vicepresidente desde el 1 de enero de 2006 hasta el fin de su mandato.

El 1 de febrero de 2006, Ben S. Bernake sucedió a Alan Greenspan en la Presidencia del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, convirtiéndose así en Consejero de oficio del BPI. Guy Quaden, Gobernador del Banco Nacional de Bélgica, renovó por tres años, a partir del 1 de marzo de 2006, el mandato de Alfons Verplaetse como miembro del Consejo de Administración, hasta el 28 de febrero de 2009.

El 31 de diciembre de 2005, Hervé Hannoun dimitió como Primer Subgobernador del Banco de Francia, quedando libre su puesto en el Consejo. El 27 de abril de 2006, Christian Noyer, Gobernador del Banco de Francia, nombró a Jean-Pierre Landau miembro del Consejo de Administración para cubrir la vacante dejada por Hervé Hannoun hasta el fin del mandato de éste, es decir, hasta el 27 de noviembre de 2006.

Axel Weber, Presidente del Deutsche Bundesbank, designó a Wolfgang Mörke como su segundo Suplente a partir de julio de 2005, en sustitución de Stefan Schönberg. Por su parte, Mario Draghi, Gobernador del Banco de Italia, nombró a Giovanni Carosio como primer Suplente y a Ignazio Visco como segundo Suplente a partir de enero de 2006.

En cuanto a la Alta Dirección del Banco, al jubilarse André Icard, Hervé Hannoun fue designado Director General Adjunto del BPI desde el 1 de enero de 2006. Ese mismo día, Daniel Lefort comenzó a ejercer como Asesor Jurídico General del Banco tras la jubilación de Mario Giovanoli.

---

El Banco lamenta con profundo dolor la defunción el 27 de junio de 2005 de Antonino Occhiuto, Director General Honorario del Banco de Italia, que fue miembro del Consejo de Administración del BPI entre 1975 y 1980.

El Consejo se entristece por el fallecimiento el 31 de julio de 2005 de Wim Duisenberg, que fue Consejero en el BPI desde 1982 hasta 1997. A lo largo de ese tiempo, ejerció durante dos mandatos de Presidente del Banco y Presidente del Consejo de Administración, de 1988 a 1990 y de 1994 a 1997.

## Bancos centrales miembros del BPI<sup>5</sup>

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banco de Francia
Agencia Monetaria de Arabia Saudita	Banco de Grecia
Banco de Argelia	Autoridad Monetaria de Hong Kong
Banco Central de la República Argentina	Magyar Nemzeti Bank (Hungría)
Banco de la Reserva de Australia	Banco de la Reserva de la India
Banco Nacional de Austria	Banco de Indonesia
Banco Nacional de Bélgica	Banco Central y Autoridad de los Servicios Financieros de Irlanda
Banco Central de Bosnia y Herzegovina	Banco Central de Islandia
Banco Central de Brasil	Banco de Israel
Banco Nacional de Bulgaria	Banco de Italia
Banco de Canadá	Banco de Japón
Banco Central de Chile	Banco de Letonia
Banco de la República Popular de China	Banco de Lituania
Banco de Corea	Banco Nacional de la República de Macedonia
Banco Nacional de Croacia	Banco Central de Malasia
Banco Nacional de Dinamarca	Banco de México
Banco Nacional de Eslovaquia	Banco Central de Noruega
Banco de Eslovenia	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda
Banco de España	Banco de los Países Bajos
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (Estados Unidos)	Banco Nacional de Polonia
Banco de Estonia	Banco de Portugal
Banco Central Europeo	Banco de Inglaterra
Bangko Sentral ng Pilipinas (Filipinas)	Banco Nacional de la República Checa
Banco de Finlandia	Banco Nacional de Rumania
Banco Central de la Federación Rusa	Banco Nacional de Suiza
Autoridad Monetaria de Singapur	Banco de Tailandia
Banco de la Reserva de Sudáfrica	Banco Central de la República de Turquía
Sveriges Riksbank (Suecia)	

<sup>5</sup> De conformidad con el Artículo 15 de sus Estatutos, el capital del BPI 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 2006

Los estados financieros contenidos en las páginas 222 a 257, correspondientes al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006, fueron aprobados el 8 de mayo de 2006. 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 Anual del 26 de junio de 2006.

Jean-Pierre Roth  
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 2006

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2006	2005
<b>Activo</b>			
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	5	33,0	25,8
Oro y depósitos en oro	6	11.348,0	8.617,0
Letras del Tesoro	7	47.311,9	31.307,4
Títulos adquiridos con pacto de reventa	7	19.519,2	14.034,3
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	8	87.898,5	80.316,5
Títulos del Estado y otros valores	7	44.436,4	39.779,6
Instrumentos financieros derivados	9	1.956,0	2.188,0
Cuentas pendientes de cobro	10	7.444,7	4.028,6
Terrenos, edificios y equipamiento	11	188,4	189,2
<b>Total del activo</b>		<b>220.136,1</b>	<b>180.486,4</b>
<b>Pasivo</b>			
Depósitos en divisas	12	185.991,5	150.618,8
Depósitos en oro	13	9.235,6	7.110,8
Títulos vendidos con pacto de recompra	14	1.222,4	1.159,4
Instrumentos financieros derivados	9	2.674,9	3.440,6
Cuentas pendientes de pago	15	9.251,3	7.752,2
Otros pasivos	16	169,4	151,3
<b>Total del pasivo</b>		<b>208.545,1</b>	<b>170.233,1</b>
<b>Recursos propios</b>			
Capital en acciones	17	683,9	683,9
Reservas estatutarias	18	9.071,7	8.743,2
Cuenta de pérdidas y ganancias		599,2	370,9
a deducir: Acciones propias	20	(1,7)	(396,2)
Otros recursos propios	21	1.237,9	851,5
<b>Total recursos propios</b>		<b>11.591,0</b>	<b>10.253,3</b>
<b>Total de pasivo y recursos propios</b>		<b>220.136,1</b>	<b>180.486,4</b>



## Cuenta de pérdidas y ganancias

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2006	2005
Ingresos por intereses	23	6.239,1	4.058,8
Gastos por intereses	24	(5.569,1)	(3.384,1)
Diferencias netas de valoración	25	(74,1)	(183,1)
<b>Ingresos netos por intereses</b>		<b>595,9</b>	<b>491,6</b>
Ingresos netos por comisiones	26	2,7	1,3
Pérdida neta por divisas	27	(25,2)	(34,5)
<b>Ingresos totales de explotación</b>		<b>573,4</b>	<b>458,4</b>
Gastos de explotación	28	(146,9)	(145,0)
<b>Beneficio de explotación</b>		<b>426,5</b>	<b>313,4</b>
Ganancias netas por venta de valores de inversión	29	58,2	7,0
Ganancias netas por venta de activos de inversión en oro	30	114,5	50,5
<b>Beneficio neto para el ejercicio financiero</b>		<b>599,2</b>	<b>370,9</b>
<b>Ganancias por acción básicas y diluidas (en DEG por acción)</b>	31	<b>1.108,5</b>	<b>762,1</b>

## Estado de flujo de efectivo

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2006	2005
<b>Flujo de efectivo de/(utilizado en) operaciones</b>			
Beneficio de explotación		426,5	313,4
<b>Partidas distintas de flujos de caja incluidas en el beneficio de explotación</b>			
Amortización de terrenos, edificios y equipamiento	11	13,3	15,7
<b>Variación neta de activos y pasivos de explotación</b>			
Depósitos en divisas		31.732,0	15.329,4
Activos bancarios en divisas		(30.719,4)	(16.371,2)
Pasivos en forma de depósitos en oro		2.124,8	(182,7)
Activos bancarios en oro y depósitos de oro		(2.118,0)	322,6
Cuentas pendientes de cobro		0,3	1,3
Otros pasivos/cuentas pendientes de pago		19,6	17,5
Instrumentos financieros derivados netos		(533,7)	234,0
<b>Flujo de efectivo neto de/(utilizado en) operaciones</b>		<b>945,4</b>	<b>(320,0)</b>
<b>Flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades de inversión</b>			
Variación neta de activos de inversión en divisas	7B	(1.676,9)	207,2
Títulos vendidos con pacto de recompra		63,0	(65,9)
Variación neta de activos de inversión en oro	6B	187,9	110,7
Adquisición neta de terrenos, edificios y equipamiento	11	(12,6)	(14,9)
<b>Flujo de efectivo neto de/(utilizado en) actividades de inversión</b>		<b>(1.438,6)</b>	<b>237,1</b>
<b>Flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades financieras</b>			
Reparto de dividendos		(114,4)	(104,0)
Redistribución de acciones propias	20	468,2	536,7
Recompra de acciones en 2001 – pagos a antiguos accionistas	16	(1,5)	(10,6)
<b>Flujo de efectivo neto de/(utilizado en) actividades financieras</b>		<b>352,3</b>	<b>422,1</b>
<b>Total de flujo de efectivo neto</b>			
		<b>(140,9)</b>	<b>339,2</b>
Impacto neto de las fluctuaciones del tipo de cambio en el efectivo y efectos de caja			
		108,0	(10,1)
Variación neta del efectivo y efectos de caja			
		(248,9)	349,3
<b>Aumento/(descenso) neto del efectivo y efectos de caja</b>		<b>(140,9)</b>	<b>339,2</b>
<b>Efectivo y efectos de caja, al inicio del ejercicio</b>			
	32	3.005,5	2.666,3
<b>Efectivo y efectos de caja, al cierre del ejercicio</b>			
	32	<b>2.864,6</b>	3.005,5

## Propuesta de distribución del beneficio

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2006
<b>Beneficio neto para el ejercicio financiero</b>		<b>599,2</b>
Transferencia al fondo de reserva legal	18	–
<b>Propuesta de reparto de dividendo:</b>		
245 DEG por acción para 510.192 acciones		(125,0)
Para 35.933 acciones propias redistribuidas (en función de la fecha valor de suscripción de la acción)	17	(7,4)
		<b>(132,4)</b>
<b>Propuesta de transferencias a reservas:</b>		<b>466,8</b>
Fondo de reserva general	18	(46,7)
Fondo de reserva especial para dividendos	18	(6,0)
Fondo de reserva libre	18	(414,1)
<b>Resultado después de transferencias a reservas</b>		<b>–</b>

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 2006

<i>En millones de DEG</i>	Notas	Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva libre	2006 Total de reservas estatutarias
<b>Balance a 31 de marzo de 2005</b>		<b>68,3</b>	<b>2.815,4</b>	<b>130,0</b>	<b>5.729,5</b>	<b>8.743,2</b>
Distribución del beneficio 2004/05	18	–	25,7	6,0	224,8	256,5
Redistribución de acciones propias	20	–	72,0	–	–	72,0
<b>Resultado a 31 de marzo de 2006, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio</b>		<b>68,3</b>	<b>2.913,1</b>	<b>136,0</b>	<b>5.954,3</b>	<b>9.071,7</b>
Propuesta de transferencias a reservas	18	–	46,7	6,0	414,1	466,8
<b>Resultado a 31 de marzo de 2006 tras la propuesta de distribución del beneficio</b>		<b>68,3</b>	<b>2.959,8</b>	<b>142,0</b>	<b>6.368,4</b>	<b>9.538,5</b>

## Evolución de los recursos propios del Banco

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006

<i>En millones de DEG</i>	Notas	Capital en acciones	Reservas estatutarias	Pérdidas y ganancias	Acciones propias	Otros recursos propios	Total fondos propios
<b>Recursos propios a 31 de marzo de 2004</b>		<b>683,9</b>	<b>8.230,8</b>	<b>536,1</b>	<b>(852,6)</b>	<b>1.011,8</b>	<b>9.610,0</b>
<b>Ingresos:</b>							
Beneficio neto para 2004/05		-	-	370,9	-	-	370,9
Diferencias netas de valoración de los activos de inversión en oro	21B	-	-	-	-	(74,0)	(74,0)
Diferencias netas de valoración de títulos de inversión	21A	-	-	-	-	(86,3)	(86,3)
<b>Total ingresos reconocidos</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>370,9</b>	<b>-</b>	<b>(160,3)</b>	<b>210,6</b>
Pago del dividendo 2003/04		-	-	(104,0)	-	-	(104,0)
Distribución del beneficio 2003/04		-	432,1	(432,1)	-	-	-
Redistribución de acciones propias	20	-	80,3	-	456,4	-	536,7
<b>Recursos propios a 31 de marzo 2005</b>		<b>683,9</b>	<b>8.743,2</b>	<b>370,9</b>	<b>(396,2)</b>	<b>851,5</b>	<b>10.253,3</b>
<b>Ingresos:</b>							
Beneficio neto para 2005/06		-	-	599,2	-	-	599,2
Diferencias netas de valoración de los activos de inversión en oro	21B	-	-	-	-	582,9	582,9
Diferencias netas de valoración de títulos de inversión	21A	-	-	-	-	(196,5)	(196,5)
<b>Total ingresos reconocidos</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>599,2</b>	<b>-</b>	<b>386,4</b>	<b>985,6</b>
Pago del dividendo 2004/05		-	-	(114,4)	-	-	(114,4)
Distribución del beneficio 2004/05		-	256,5	(256,5)	-	-	-
Redistribución de acciones propias	20	-	72,0	-	396,2	-	468,2
Reclasificación de préstamo a un consorcio de bancos centrales	20	-	-	-	(1,7)	-	(1,7)
<b>Recursos propios a 31 de marzo de 2006, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio</b>		<b>683,9</b>	<b>9.071,7</b>	<b>599,2</b>	<b>(1,7)</b>	<b>1.237,9</b>	<b>11.591,0</b>
Propuesta de reparto de dividendo		-	-	(132,4)	-	-	(132,4)
Propuesta de transferencias a reservas		-	466,8	(466,8)	-	-	-
<b>Recursos propios a 31 de marzo de 2006 tras la propuesta de distribución del beneficio</b>		<b>683,9</b>	<b>9.538,5</b>	<b>-</b>	<b>(1,7)</b>	<b>1.237,9</b>	<b>11.458,6</b>

A 31 de marzo de 2006, las reservas estatutarias incluyen primas de emisión por valor de 811,7 millones de DEG (2005: 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 de 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 cinco bancos centrales, los cuales ejercen sus derechos de representación y voto en las Asambleas Generales en proporción al número de acciones del BPI emitidas en sus respectivos países. El Consejo de Administración del Banco está integrado 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 lo forman 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

Los criterios contables descritos a continuación se han aplicado a los dos ejercicios financieros aquí recogidos, salvo indicación en contrario.

### A. *Ámbito de los estados financieros*

Los estados financieros aquí recogidos abarcan activos y pasivos que el Banco controla y que le otorgan beneficios financieros, derechos y obligaciones predominantes.

No se incluyen por tanto activos y pasivos a nombre del Banco que no estén bajo su control. En la Nota 35 se recoge el activo y el pasivo fuera de balance.

### B. *Clasificación de instrumentos financieros*

Una vez identificado un instrumento financiero, éste se asigna a una de las siguientes categorías, dependiendo de su naturaleza y del propósito con el que se creó:

- Préstamos y derechos de cobro
- Instrumentos al valor razonable con cambios en resultados
- Instrumentos disponibles para la venta

La designación del instrumento financiero determina el criterio contable que se le aplicará, según se describe más adelante.

Si un instrumento se clasifica al valor razonable con cambios en resultados, el Banco ya no cambia después esta designación.

### C. *Moneda funcional y de presentación*

La moneda funcional y de presentación del Banco 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 30.12.05 por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional y en vigor desde el 1 de enero de 2006. Conforme al actual método de cálculo, un DEG equivale a la suma de 0,632 dólares de Estados Unidos, 0,410 euros, 18,4 yenes japoneses y 0,0903 libras esterlinas. Hasta el 1 de enero de 2006, el DEG equivalía a la suma de 0,577 dólares de Estados Unidos, 0,426 euros, 21 yenes japoneses y 0,0984 libras esterlinas. Este cambio en la composición de la cesta no había alterado el valor del DEG anterior con respecto al nuevo a 31 de diciembre de 2005, de modo que no dio lugar a pérdidas o ganancias significativas. La composición de esta cesta de monedas está sujeta a la revisión quinquenal del FMI, estando la próxima prevista para diciembre de 2010.

Todas las cifras recogidas en estos estados financieros aparecen en millones de DEG a menos que se indique lo contrario.

### D. *Conversión de divisas*

Los activos y pasivos monetarios 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 reconversión de los instrumentos financieros y en la liquidación de operaciones se contabilizan como beneficios o pérdidas netos por divisas en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

## **E. Activos y pasivos monetarios a muy corto plazo**

Los activos monetarios a muy corto plazo abarcan efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista, así como cuentas a la vista y con preaviso (incluidas en el Balance de situación bajo el epígrafe "Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias"). Los pasivos por su parte incluyen depósitos a la vista y con preaviso (recogidos en el Balance de situación bajo el apartado "Depósitos en divisas"). Estos instrumentos financieros suelen tener plazos de preaviso de tres días o menos. Todos ellos se clasifican como préstamos y partidas por cobrar.

Este tipo de activo y pasivo se contabiliza en el Balance de situación por el valor de su principal más los intereses devengados y sobre la base de su fecha de liquidación. Los intereses 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.

## **F. Oro y depósitos en oro**

Por oro se entiende lingotes de este metal mantenidos en cuentas a la vista. Por su parte, los activos por depósitos en oro son préstamos de oro a corto plazo a bancos comerciales, mientras que los pasivos por depósitos en oro son depósitos en oro a la vista y a plazo fijo procedentes de los bancos centrales. Todos ellos se clasifican como préstamos y partidas por cobrar.

Estos instrumentos financieros se contabilizan en el Balance de situación por su peso fino (convertido a DEG utilizando el precio de mercado del oro y el tipo de cambio con el dólar de Estados Unidos) más los intereses devengados.

Los activos y pasivos por depósitos de oro se contabilizan a la fecha de la operación. Las compras y ventas de oro al contado se registran a su fecha de liquidación y si son a futuro se consideran derivados hasta su fecha de liquidación.

Los intereses de los depósitos en oro se contabilizan como ingresos por intereses (en el caso de activos) o como gastos por intereses (en el caso de pasivos) conforme al criterio de devengo. El tratamiento de las plusvalías o minusvalías realizadas y no realizadas a raíz de nuevas valoraciones depende de la clasificación del instrumento financiero en cuestión, según se describe a continuación:

### **1. Pasivos por depósitos en oro y sus correspondientes activos bancarios en oro**

El banco realiza operaciones bancarias con oro en nombre de los bancos centrales que son sus clientes en las que asume un riesgo limitado de precio del oro. Estos instrumentos financieros se contabilizan como préstamos y partidas por cobrar. Las pérdidas y ganancias resultantes de estas operaciones se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias como pérdidas o ganancias netas por transacción en el apartado "Ganancias o pérdidas netas por divisas".

Las pérdidas o ganancias resultantes de estas operaciones se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias como pérdidas o ganancias netas por transacción, en el apartado "Pérdidas o ganancias netas por divisas".

## **2. Activos de inversión en oro**

Las tenencias de oro propias del Banco se consideran activos disponibles para la venta. Las pérdidas o ganancias no realizadas de estos activos de inversión en oro por encima de su coste se contabilizan 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 funcional y de presentación de sus estados financieros en sustitución del franco oro), su coste estimado es de aproximadamente 151 DEG por onza, 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 pérdidas o ganancias realizadas por la enajenación de activos de inversión en oro se incluyen en la cuenta de pérdidas y ganancias como "Ganancias neta por venta de activos de inversión en oro".

## **G. Activos de inversión en divisas**

Los activos de inversión en divisas se componen de títulos adquiridos en virtud de acuerdos con pacto de reventa, así como títulos del Estado y otros valores. Estos activos se mantienen a largo plazo, aunque no necesariamente hasta su vencimiento, y se clasifican como activos disponibles para la venta.

En un principio, se contabilizan en el balance a su coste en la fecha de la operación y los subsiguientes intereses devengados y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la rúbrica "Ingresos por intereses".

Tras la fecha de la operación, los activos de inversión en divisas se contabilizan a su valor razonable, añadiéndose las plusvalías o minusvalías no realizadas a la cuenta de nueva valoración de títulos, perteneciente a la rúbrica "Otros recursos propios" del Balance de situación. Los beneficios obtenidos por su enajenación se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo el epígrafe "Ganancias netas por venta de valores de inversión".

## **H. Títulos vendidos con pacto de recompra**

Cuando estos pasivos están relacionados con la gestión de activos bancarios en divisas, se consideran instrumentos financieros mantenidos al valor razonable con cambios en resultados, y cuando están relacionados con activos de inversión en divisas, se consideran préstamos y partidas por cobrar.

En un principio, se contabilizan en el balance a su coste en la fecha de la operación y los subsiguientes intereses devengados se incluyen en la rúbrica "Gastos por intereses".

Tras la fecha de la operación, los pasivos clasificados al valor razonable con cambios en resultados se contabilizan a su valor razonable y las plusvalías o minusvalías no realizadas se incluyen en "Diferencias netas de valoración" dentro de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

## **I. Derivados**

Los derivados se utilizan para gestionar el riesgo de mercado del Banco o también con fines de negociación y se clasifican como instrumentos financieros mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

En un principio, se contabilizan en el balance a su coste en la fecha de la operación y los subsiguientes intereses devengados y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la rúbrica "Ingresos por intereses".

Con posterioridad a la fecha de la operación, los derivados se contabilizan a su valor razonable, añadiéndose las oscilaciones de valor realizadas y no realizadas a la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo el epígrafe "Diferencias netas de valoración".

Los derivados se contabilizan como activo o pasivo, dependiendo del valor razonable —positivo o negativo— que tenga el contrato para el Banco.

## **J. Pasivos por depósitos en divisas y sus correspondientes activos bancarios**

Estos instrumentos financieros constituyen la mayoría del balance de situación del Banco e incluyen Letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias, títulos del Estado y otros valores, así como depósitos en divisas.

El tratamiento contable que reciben los pasivos por depósitos en divisas a muy corto plazo se describe en la sección E anterior.

El Banco actúa como creador de mercado para algunos de sus pasivos por depósitos en divisas, por lo que registra plusvalías y minusvalías realizadas con estos activos.

De conformidad con las políticas del Banco para la gestión de riesgos, el riesgo de mercado inherente a estas actividades se gestiona en base al valor razonable general, agrupando todos los activos, pasivos y derivados pertinentes en sus carteras bancarias en divisas. De este modo, las plusvalías o minusvalías realizadas y no realizadas en sus activos por depósitos en divisas se compensan en gran medida con aquellas de sus activos bancarios en divisas, derivados y otros pasivos por depósitos en divisas.

Para reducir la inconsistencia contable que supondría reconocer las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas en base de criterios distintos, el Banco clasifica los correspondientes activos y pasivos de sus carteras bancarias de divisas como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

En un principio, todos los instrumentos financieros pertinentes se contabilizan en el Balance de situación a su coste en la fecha de la operación. Los subsiguientes intereses devengados y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la rúbrica "Gastos por intereses" (en el caso de pasivos por depósitos en divisas) o en "Ingresos por intereses" (para los correspondientes activos bancarios).

Con posterioridad a la fecha de la operación, los instrumentos se contabilizan a su valor razonable, añadiéndose las oscilaciones de valor realizadas y no realizadas a la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo la rúbrica "Diferencias netas de valoración".

## **K. Política de valoración**

El Banco contabiliza la mayoría de sus instrumentos financieros en el Balance de situación a su valor razonable, registrando la mayoría de cambios de valor razonable como beneficio o pérdida. El valor razonable de un instrumento financiero se define como el importe por el que podría intercambiarse entre partes interesadas y debidamente informadas, que realizaran una transacción en condiciones de independencia mutua. En este sentido, reviste especial importancia la forma en la que el Banco determina el valor razonable de los instrumentos financieros.

Para obtener el valor razonable, el Banco utiliza cotizaciones bursátiles fiables de mercados activos. Cuando no existe un mercado activo para el instrumento o estas cotizaciones no están disponibles de otro modo, el Banco determina el valor razonable a partir de modelos financieros mediante un análisis de flujo de caja descontado. Este análisis se basa en estimaciones de los flujos de efectivo y de los tipos de interés y de cambio en el futuro, así como en la velocidad de amortización anticipada y en factores crediticios, de liquidez y de volatilidad.

Aunque para establecer el valor razonable en algunos casos es necesario aplicar cierto grado de discrecionalidad, el Banco considera que los valores razonables en el Balance de situación y sus oscilaciones en la Cuenta de pérdidas y ganancias se han calculado adecuadamente y reflejan fidedignamente la situación económica subyacente.

## **L. 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. En el Balance de situación se contabilizan al coste.

## **M. Terrenos, edificios y equipamiento**

El Banco capitaliza el coste de sus terrenos, edificios y equipamiento y lo 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 de un activo sea mayor que su importe recuperable estimado, se realiza un ajuste contable parcial del activo hasta dicho importe.

## **N. 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. Las mejores estimaciones y los supuestos se utilizan a la hora de determinar una provisión.

## **O. Obligaciones por prestaciones post-empleo**

El Banco cuenta con tres tipos de prestaciones post-empleo: pensiones para su personal, pensiones para sus directivos y seguro sanitario y de accidentes para su personal actual y anterior. Cada uno de estos esquemas es revisado cada año por actuarios independientes.

### *Pensiones del personal*

El Banco ofrece a sus empleados un esquema de pensiones por el que éstos percibirán una prestación definida calculada sobre su salario final que se financia a través de un fondo sin personalidad jurídica propia. Los activos de este fondo son administrados por el Banco en beneficio exclusivo de los empleados actuales y anteriores que participan en el sistema. El Banco es responsable en última instancia de todas las prestaciones pagaderas en virtud de este esquema.

Los pasivos de este fondo de pensiones 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 razonable de los activos del fondo a esa misma fecha, ajustados por pérdidas y ganancias actuariales no reconocidas y costes de servicios anteriores. Los compromisos por prestaciones definidas se calculan con el método de las unidades de crédito proyectadas, donde el valor actual de las obligaciones se determina a partir de estimaciones de los futuros flujos de efectivo de salida, utilizando como tasas de descuento los tipos de interés de bonos denominados en francos suizos emitidos por empresas de elevada calificación con fechas de vencimiento similares a los de los compromisos subyacentes.

La cantidad asentada en la Cuenta de pérdidas y ganancias representa la suma del coste actual 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 ajustes para adaptarse a la realidad (cuando el resultado real difiere de los supuestos actuariales utilizados), 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 incumben, de conformidad con el método contable de "banda de fluctuación" descrito más adelante. Los pasivos resultantes se incluyen en la rúbrica "Otros pasivos" del Balance de situación.

### *Pensiones de directivos*

El Banco ofrece un esquema (sin fondo propio) de prestaciones definidas en beneficio de sus directivos. En este esquema, el pasivo, los compromisos por prestaciones definidas y el importe asentado a la Cuenta de pérdidas y ganancias se calculan de forma similar a los del fondo de pensiones para el personal.

### *Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes*

El Banco ofrece también un esquema (sin fondo propio) de prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes. En este esquema, el pasivo, los compromisos por prestaciones y el importe asentado en la Cuenta de pérdidas y ganancias se calculan de forma similar a los del fondo de pensiones para el personal.

### *Banda de fluctuación*

Pueden producirse pérdidas y ganancias actuariales debido a ajustes para adaptarse a la realidad (cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales utilizados), a modificaciones de estos supuestos y a cambios introducidos en la reglamentación del fondo de pensiones. Cuando las pérdidas o ganancias actuariales no reconocidas superan en más del 10% el valor más alto entre la obligación por prestaciones y cualquier activo utilizado para financiar esta obligación, dicho exceso se amortiza a lo largo de los años de servicio restantes que se esperan para el empleado en cuestión.

## **P. Estado de flujos de efectivo**

El Banco calcula indirectamente su estado de flujos de efectivo, a partir de los movimientos en su Balance de situación ajustado por cambios en las operaciones financieras en espera de ser liquidadas.

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

Para 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 de divulgar 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. En la elaboración de dichas estimaciones, la Alta Dirección no sólo utiliza toda la información a su disposición sino que también se sirve de su propio criterio e introduce supuestos.

Su criterio propio lo utiliza al seleccionar y al aplicar las políticas contables del Banco. Los criterios para la designación y valoración de los instrumentos financieros son esenciales para comprender los presentes estados financieros.

Los supuestos que introduce incluyen estimaciones prospectivas, por ejemplo para la valoración del activo y el pasivo, la estimación de las obligaciones por prestaciones post-empleo y la valoración de las provisiones y los pasivos contingentes.

Posteriormente, los resultados efectivos pueden desviarse sensiblemente con respecto a tales estimaciones.

### 4. 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 operacional:* el riesgo de sufrir pérdidas financieras y/o de reputación por culpa de personas, por una falta de adecuación o fallos en los procesos o sistemas, o bien a causa 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 capitalización.

El Banco gestiona sus riesgos a través de un marco que incluye una función independiente para el control del riesgo y la notificación periódica de los riesgos asumidos por el Banco a los correspondientes comités gerenciales. La metodología y criterios del Banco para la gestión de sus riesgos están recogidos en un detallado manual que se revisa de forma periódica. Sus límites crediticios se estipulan a su vez en un manual que recibe la contraparte y cualquier modificación de los mismos necesitará la aprobación previa de la Gerencia del banco.

El control de riesgos se completa con la participación de la función de finanzas y los servicios jurídicos. 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, asesoran y ayudan al Banco a propósito de una amplia variedad de asuntos que atañen a sus actividades.

Por su parte, la función de cumplimiento se encarga de garantizar de manera razonable que cualquier actividad llevada a cabo por empleados del Banco cumple con la legislación y regulación vigentes, con los Estatutos del BPI, con el Código de Conducta del Banco, con otras normas y políticas internas, así como con las mejores prácticas. Esta función identifica y evalúa los riesgos que pueden obstaculizar dicho cumplimiento, al tiempo que orienta y educa al personal en materia de 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 del Banco para determinar si 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 y de información y los procesos de buen gobierno. La función de auditoría interna responde directamente ante el Director General y el Director General Adjunto.

El Director General Adjunto es el responsable de las funciones de control de riesgos, auditoría interna y cumplimiento.

El Jefe de cumplimiento y el de auditoría interna también informan con regularidad al Comité de Auditoría del Consejo de Administración.

##### Composición del activo y el pasivo

El activo y el pasivo del Banco se organizan en dos carteras:

##### 1. La cartera bancaria: pasivos por depósitos en divisas y en oro y sus correspondientes activos bancarios y derivados.

En esta cartera el Banco asume un riesgo limitado de tipos de interés, de precio del oro y de divisas.

2. La cartera de inversión: 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.

### C. Metodología para la gestión del riesgo

El Banco utiliza una completa gama de métodos cuantitativos para valorar los instrumentos financieros y calcular el riesgo que plantean para su beneficio neto y sus recursos propios. 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 valorar riesgos es el capital económico, que le permite calcular qué cantidad de recursos propios sería 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 capital económico. El Banco calcula el capital económico que necesita 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 su 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 probables para el Banco en caso de incumplimiento.

Para calcular el capital económico necesario para cubrir el riesgo de mercado, el Banco utiliza el 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 de capital económico (para riesgos de crédito, de mercado y operativo) asume un horizonte temporal de un año y un umbral de confianza del 99,995%.

### D. Suficiencia de capital

El Banco mantiene en todo momento una fuerte posición en 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 presenta el nivel de recursos propios del Banco a 31 de marzo de 2006:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Capital en acciones	683,9	683,9
Reservas estatutarias	9.071,7	8.743,2
a deducir: Acciones propias	(1,7)	(396,2)
<b>Capital de Nivel 1</b>	<b>9.753,9</b>	<b>9.030,9</b>
Cuenta de pérdidas y ganancias	599,2	370,9
Otros recursos propios	1.237,9	851,5
<b>Total de recursos propios</b>	<b>11.591,0</b>	<b>10.253,3</b>

El Acuerdo de Capital de Basilea establece dicha suficiencia 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 coeficientes 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 sus activos. A 31 de marzo de 2006, el capital de Nivel 1 del Banco representaba el 32,4% del total (2005: 35,8%).

### 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 una determinada operación en las condiciones convenidas. Este riesgo afecta tanto a los activos financieros y derivados 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 cuando 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 al riesgo 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 ajustan si es necesario. El principal criterio de esta revisión es la capacidad de los prestatarios actuales o potenciales de satisfacer sus obligaciones de amortización del principal y pago de intereses. Los límites fijados para el riesgo de

crédito son aprobados por el Consejo de Administración de acuerdo a un marco fijado por el Consejo de Administración y las posiciones realmente asumidas se contrastan diariamente con dichos límites.

Asimismo, el Banco también obtiene colateral, además de acuerdos con pactos 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. A 31 de marzo de 2005, el Banco mantenía como colateral para derivados OTC valores soberanos por un valor nominal de 93,6 millones de DEG. A 31 de marzo de 2006, el Banco no mantenía ningún colateral para derivados OTC.

Las políticas crediticias del Banco aseguran que la gran mayoría de sus activos se invierten con soberanos del G-10 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.

A 31 de marzo

<b>Sector de riesgo</b> <i>En porcentaje</i>	<b>2006</b>	2005
Soberanos	34,1	32,5
Instituciones financieras	63,1	61,7
Otros	2,8	5,8
	<b>100,0</b>	100,0

A 31 de marzo

<b>Calificación crediticia interna del BPI</b> (expresada como calificaciones a largo plazo equivalentes) <i>En porcentaje</i>	<b>2006</b>	2005
AAA	26,5	26,3
AA	54,7	57,0
A	18,5	16,1
BBB+ e inferior (incluidas las posiciones sin calificación)	0,3	0,6
	<b>100,0</b>	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 cubrir el riesgo de mercado se calcula y gestiona en base agregada para todos sus componentes. La Gerencia del Banco limita el capital económico que puede utilizarse para cubrir su riesgo de mercado dentro del marco establecido por el Consejo de Administración.

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 refleja el impacto que podría tener una oscilación en precio del oro en DEG para el valor razonable del activo y del pasivo del Banco. El Banco está expuesto a este riesgo principalmente a través de sus activos de inversión en oro, que ascienden a 165 toneladas (2005: 180 toneladas) y se encuentran en custodia o en depósito en bancos comerciales. A 31 de marzo de 2006, aproximadamente el 19% de sus fondos propios consiste en oro (31 de marzo de 2005: 16%). 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 se refiere al impacto que podría tener una oscilación de los tipos de cambio para el valor razonable 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>	<b>2006</b>	2005
Franco suizo	(140,6)	(137,0)
Dólar de EEUU	26,7	21,3
Euro	(20,0)	4,3
Yen japonés	21,3	36,7
Libra esterlina	17,1	12,7
Corona sueca	56,4	58,1
Dólar australiano	34,7	0,7
Otras monedas	4,4	3,2

La posición corta en francos suizos arriba señalada a 31 de marzo de 2006 se debe principalmente a las obligaciones del Banco en concepto de prestaciones post-empleo (véase la Nota 22).

### 3. Riesgo de tipos de interés

El riesgo de tipos de interés se refiere al impacto que podría tener una oscilación de éstos para el valor razonable de los activos y pasivos del Banco. El Banco está expuesto a este riesgo principalmente a través de los activos que devengan 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 del valor razonable 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 2006

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 6 meses	6 a 12 meses	1 a 2 años	2 a 3 años	3 a 4 años	4 a 5 años	Más de 5 años
Euro	(3,7)	(4,7)	(5,9)	(9,2)	(22,3)	(19,7)	(70,3)
Yen japonés	0,4	0,1	(5,4)	(5,0)	(7,1)	(6,5)	(14,1)
Libra esterlina	-	(5,3)	(3,9)	(4,9)	(6,4)	(9,5)	(12,3)
Franco suizo	(0,5)	(0,9)	(1,3)	-	(0,4)	(0,1)	-
Dólar de EEUU	(4,7)	(23,9)	(32,3)	(18,4)	(17,8)	(26,2)	(78,3)
Otras monedas	(1,8)	7,8	(15,1)	(22,4)	(0,3)	(6,6)	(0,2)
<b>Total</b>	<b>(10,3)</b>	<b>(26,9)</b>	<b>(63,9)</b>	<b>(59,9)</b>	<b>(54,3)</b>	<b>(68,6)</b>	<b>(175,2)</b>

#### A 31 marzo de 2005

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 6 meses	6 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)	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>12,2</b>	<b>17,5</b>	<b>(70,3)</b>	<b>(26,6)</b>	<b>(28,2)</b>	<b>(48,1)</b>	<b>(144,6)</b>

## 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 conforman en gran medida el Balance de situación 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 prudenciales 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 coeficiente de liquidez del Banco por el que sus activos líquidos deben

poder cubrir como mínimo el 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 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 2006

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 1 mes	1 a 3 meses	3 a 6 meses	6 a 9 meses	9 a 12 meses	1 a 5 años	Más de 5 años	Vencimiento indeterminado	Total
<b>Activo</b>									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	33,0	-	-	-	-	-	-	-	33,0
Oro y depósitos en oro	7.312,1	329,4	608,0	268,0	156,0	2.569,8	104,7	-	11.348,0
Letras del Tesoro	14.215,7	22.411,8	7.614,5	1.801,6	1.268,3	-	-	-	47.311,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	19.474,6	44,6	-	-	-	-	-	-	19.519,2
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	38.682,6	16.856,1	13.981,8	9.046,6	9.264,1	67,3	-	-	87.898,5
Títulos del Estado y otros valores	3.535,1	7.919,3	1.771,7	2.203,0	3.938,7	17.327,6	7.741,0	-	44.436,4
Cuentas pendientes de cobro	7.441,1	-	-	-	-	3,6	-	-	7.444,7
Terrenos, edificios y equipamiento	-	-	-	-	-	-	-	188,4	188,4
<b>Total</b>	<b>90.694,2</b>	<b>47.561,2</b>	<b>23.976,0</b>	<b>13.319,2</b>	<b>14.627,1</b>	<b>19.968,3</b>	<b>7.845,7</b>	<b>188,4</b>	<b>218.180,1</b>
<b>Pasivo</b>									
Depósitos en divisas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso									
	(12.646,4)	(15.448,5)	(17.430,3)	(15.872,5)	(8.429,0)	(34.217,9)	(3.970,7)	-	(108.015,3)
Otros depósitos en divisas	(50.941,0)	(5.048,0)	(6.618,4)	(7.604,0)	(7.601,4)	(163,4)	-	-	(77.976,2)
Depósitos en oro	(7.420,9)	(198,7)	(568,1)	(160,5)	(39,3)	(743,5)	(104,6)	-	(9.235,6)
Títulos vendidos con pacto de recompra	(1.177,6)	(44,8)	-	-	-	-	-	-	(1.222,4)
Cuentas pendientes de pago	(9.251,3)	-	-	-	-	-	-	-	(9.251,3)
Otros pasivos	(27,7)	-	-	-	-	-	-	(141,7)	(169,4)
<b>Total</b>	<b>(81.464,9)</b>	<b>(20.740,0)</b>	<b>(24.616,8)</b>	<b>(23.637,0)</b>	<b>(16.069,7)</b>	<b>(35.124,8)</b>	<b>(4.075,3)</b>	<b>(141,7)</b>	<b>(205.870,2)</b>
Instrumentos financieros derivados netos									
	195,8	129,5	(67,4)	(197,3)	(206,2)	(616,5)	43,2	-	(718,9)
<b>Brecha de vencimiento</b>	<b>9.425,1</b>	<b>26.950,7</b>	<b>(708,2)</b>	<b>(10.515,1)</b>	<b>(1.648,8)</b>	<b>(15.773,0)</b>	<b>3.813,6</b>	<b>46,7</b>	<b>11.591,0</b>

A 31 de marzo de 2005

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 1 mes	1 a 3 meses	3 a 6 meses	6 a 9 meses	9 a 12 meses	1 a 5 años	Más de 5 años	Vencimiento indeterminado	Total
<b>Activo</b>									
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
<b>Total</b>	<b>64.572,1</b>	<b>35.707,7</b>	<b>24.228,6</b>	<b>16.110,7</b>	<b>14.489,0</b>	<b>17.740,2</b>	<b>5.257,3</b>	<b>192,8</b>	<b>178.298,4</b>
<b>Pasivo</b>									
Depósitos en divisas									
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)
<b>Total</b>	<b>(55.637,1)</b>	<b>(20.806,1)</b>	<b>(21.729,0)</b>	<b>(19.946,2)</b>	<b>(15.236,1)</b>	<b>(30.552,6)</b>	<b>(2.751,4)</b>	<b>(134,0)</b>	<b>(166.792,5)</b>
Instrumentos financieros derivados netos	67,3	172,8	(152,1)	(43,6)	(236,8)	(823,8)	(236,4)	-	(1.252,6)
<b>Brecha de vencimiento</b>	<b>9.002,3</b>	<b>15.074,4</b>	<b>2.347,5</b>	<b>(3.879,1)</b>	<b>(983,9)</b>	<b>(13.636,2)</b>	<b>2.269,5</b>	<b>58,8</b>	<b>10.253,3</b>

## H. Riesgo operativo

El Banco define el riesgo operacional como la posibilidad de sufrir pérdidas financieras y/o de reputación debido a algunos de los siguientes factores:

- error humano o fraude (escasez de personal, desconocimiento de la información necesaria, formación o supervisión inadecuadas, pérdida de personal fundamental, planes de sucesión inadecuados o falta de honestidad o de estándares éticos, 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 escapen 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 operacional 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 está identificando y evaluando sus riesgos operativos y comprobando la eficacia de sus controles actuales a través de un programa de Autoevaluación de Control (*Control Self Assessment, CSA*), cuya implantación en todo el Banco está prevista para finales de 2006. En este sentido, se ha realizado un estudio de factibilidad para estudiar posibles formas de integrar los resultados del CSA con la cuantificación del riesgo operativo. En los últimos años, el BPI ha perfeccionado su marco de control fortaleciendo sus funciones de control de riesgos, auditoría interna y cumplimiento, y en la actualidad está elaborando un marco para la gestión del riesgo operativo.

## 5. 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.

## 6. Oro y depósitos en oro

### A. Tenencias totales de oro

La composición de las tenencias totales de oro del Banco fue la siguiente:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2006	2005
Oro en lingotes en los bancos centrales	7.132,0	5.170,2
Total de depósitos a plazo en oro	4.216,0	3.446,8
<b>Total de oro y depósitos en oro</b>	<b>11.348,0</b>	<b>8.617,0</b>
Compuesto por:		
Activos de inversión en oro	2.259,5	1.646,5
Activos bancarios en oro y depósitos de oro	9.088,5	6.970,5

### 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 al precio de mercado del oro y al 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.

En la Nota 21B se analiza en profundidad la cuenta de nueva valoración del oro. La Nota 30 explica en qué consisten las ganancias netas por venta de activos de inversión en oro.

En el cuadro inferior se desglosa la evolución de los activos de inversión en oro del Banco.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2006	2005
Resultado, al inicio del ejercicio	1.646,5	1.780,7
Variación neta de activos de inversión en oro		
Depósitos realizados	382,0	400,5
Enajenación de oro	(187,2)	(108,6)
Vencimientos y otras variaciones netas	(382,7)	(402,6)
	(187,9)	(110,7)
Variación neta en operaciones a la espera de liquidación	103,5	-
Oscilación del precio del oro	697,4	(23,5)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>2.259,5</b>	<b>1.646,5</b>



A 1 de abril de 2005, los activos de inversión en oro del Banco ascendían a 180 toneladas de oro fino. A lo largo del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006, se enajenaron 15 toneladas de oro (véase la Nota 30). A 31 de marzo de 2006, el total de oro fino ascendía a 165 toneladas.

## 7. 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, préstamos a plazo fijo, 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 activos bancarios en divisas se clasifican al valor razonable con cambios en resultados, mientras que los activos de inversión en divisas se consideran como disponibles para la venta.

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 de valores equivalentes, sujeto al reembolso del depósito. Durante el periodo de vida de la operación, se vigila el valor razonable de la garantía y, si se estima oportuno, se reciben garantías adicionales a fin de proteger frente al riesgo de crédito.

Los préstamos a plazo fijo representan inversiones realizadas con bancos centrales, instituciones internacionales y bancos comerciales e incluyen anticipos a bancos centrales e instituciones internacionales en concepto de facilidades de crédito permanentes comprometidas y no comprometidas. En el epígrafe "Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias" del Balance de situación también se incluyen cuentas a la vista y con preaviso (véase la Nota 8).

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.

A continuación se desglosan los activos en divisas de la cartera bancaria y de inversión del Banco.

A 31 de marzo	2006			2005		
	Activos de la cartera bancaria	Activos de inversión	Total	Activos de la cartera bancaria	Activos de inversión	Total
<i>En millones de DEG</i>						
<b>Letras del Tesoro</b>	<b>47.311,9</b>	-	<b>47.311,9</b>	31.307,4	-	31.307,4
<b>Títulos adquiridos con pacto de reventa</b>	<b>18.296,8</b>	<b>1.222,4</b>	<b>19.519,2</b>	13.071,5	962,8	14.034,3
<b>Préstamos a plazo fijo y anticipos a bancos</b>	<b>85.066,9</b>	-	<b>85.066,9</b>	77.336,8	-	77.336,8
<b>Títulos del Estado y otros valores</b>						
Gobierno	3.469,0	6.717,5	10.186,5	7.766,3	5.569,7	13.336,0
Instituciones financieras	24.617,4	957,5	25.574,9	16.629,7	876,4	17.506,1
Otros (incluidos valores emitidos por el sector público)	7.578,4	1.096,6	8.675,0	7.934,2	1.003,3	8.937,5
	<b>35.664,8</b>	<b>8.771,6</b>	<b>44.436,4</b>	32.330,2	7.449,4	39.779,6
<b>Total de activos de la cartera bancaria y de inversión en divisas</b>	<b>186.340,4</b>	<b>9.994,0</b>	<b>196.334,4</b>	154.045,9	8.412,2	162.458,1

## B. Activos de inversión en divisas

Los activos de inversión del Banco se clasifican como disponibles para la venta.

En la Nota 21A se analiza en mayor profundidad la cuenta de nueva valoración de valores. La Nota 29 explica en qué consisten las ganancias netas por venta de valores de inversión.

En el cuadro siguiente se desglosa la evolución de los activos de inversión en divisas del Banco.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
En millones de DEG	2006	2005
Resultado, al inicio del ejercicio	8.412,2	8.762,6
Variación neta de activos de inversión en divisas		
Añadidos	21.358,5	14.133,8
Enajenaciones	(3.214,1)	(3.384,2)
Vencimientos y otras variaciones netas	(16.467,5)	(10.956,8)
	1.676,9	(207,2)
Variación neta en operaciones a la espera de liquidación	43,2	(63,9)
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	(138,3)	(79,3)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>9.994,0</b>	<b>8.412,2</b>

## 8. Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias

Los depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias incluyen préstamos a plazo fijo y cuentas a la vista y con preaviso.

Los préstamos a plazo fijo se clasifican al valor razonable con cambios en resultados.

Las cuentas a la vista y con preaviso se clasifican como préstamos y derechos de cobro y se registran como efectivo y efectos de caja. Suele tratarse de activos financieros a muy corto plazo con un plazo de preaviso no superior a tres días y se contabilizan en el Balance de situación a su coste amortizado.

A 31 de marzo		
En millones de DEG	2006	2005
Préstamos a plazo fijo y anticipos a bancos	85.066,9	77.336,8
Cuentas a la vista y con preaviso	2.831,6	2.979,7
<b>Total de depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias</b>	<b>87.898,5</b>	<b>80.316,5</b>

## 9. 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 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.

Las opciones sobre futuros sobre acuerdos contractuales que confieren el derecho, pero no la obligación de comprar o vender futuros a un precio dado durante un periodo de tiempo específico.

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 caja 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 un *swap* de divisas o de tipos de interés a un precio pactado de antemano hasta una fecha predeterminada o en dicha fecha.

En el cuadro que aparece a continuación se recoge el valor de mercado de los instrumentos financieros derivados.

A 31 de marzo	2006			2005		
	Importe nocial	Valor razonable		Importe nocial	Valor razonable	
		Activo	Pasivo		Activo	Pasivo
<i>En millones de DEG</i>						
Futuros sobre bonos	381,3	-	(0,4)	721,1	1,0	(1,2)
Opciones sobre bonos	168,0	-	(1,5)	82,7	0,7	-
Swaps de tipos de interés entre divisas	8.058,3	189,2	(803,8)	10.619,0	246,7	(2.221,7)
Contratos a plazo sobre divisas y oro	4.212,5	18,8	(29,4)	1.297,6	16,0	(9,0)
Opciones sobre divisas	213,3	-	(0,3)	2.276,2	0,7	(4,4)
Swaps de divisas y de oro	38.674,9	460,5	(142,4)	31.993,1	480,6	(145,3)
FRA (contratos a plazo sobre tipos de interés)	37.290,0	11,9	(7,5)	45.074,2	5,3	(3,2)
Futuros sobre tipos de interés	42.923,3	0,1	(0,3)	19.195,0	1,4	(0,2)
Swaps de tipos de interés	250.096,2	1.274,3	(1.668,6)	202.919,6	1.433,8	(1.038,5)
Opciones sobre futuros	15.228,8	1,2	(0,2)	3.306,0	0,9	(0,5)
Swaptions	1.803,2	-	(20,5)	2.818,0	0,9	(16,6)
<b>Total de instrumentos financieros derivados al cierre del ejercicio</b>	<b>399.049,8</b>	<b>1.956,0</b>	<b>(2.674,9)</b>	<b>320.302,5</b>	<b>2.188,0</b>	<b>(3.440,6)</b>
<b>Instrumentos financieros derivados netos al cierre del ejercicio</b>			<b>(718,9)</b>			<b>(1.252,6)</b>

## 10. Cuentas pendientes de cobro

A 31 de marzo	2006	2005
<i>En millones de DEG</i>		
Operaciones financieras pendientes de liquidación	7.436,4	4.018,1
Otros activos	8,3	10,5
<b>Total de cuentas pendientes de cobro</b>	<b>7.444,7</b>	<b>4.028,6</b>

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.

## 11. Terrenos, edificios y equipamiento

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo				2006	2005
	Terrenos	Edificios	Equipos informáticos y otros	Total	Total
<i>En millones de DEG</i>					
<b>Coste histórico de adquisición</b>					
Resultado, al inicio del ejercicio	41,2	185,1	86,2	312,5	314,4
Gasto de capital	-	-	12,6	12,6	14,9
Enajenaciones y retiradas de uso	-	-	(0,6)	(0,6)	(16,8)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>41,2</b>	<b>185,1</b>	<b>98,2</b>	<b>324,5</b>	<b>312,5</b>
<b>Amortización</b>					
Amortización acumulada, al inicio del ejercicio	-	72,5	50,8	123,3	124,4
Amortización	-	4,0	9,3	13,3	15,7
Enajenaciones y retiradas de uso	-	-	(0,5)	(0,5)	(16,8)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>-</b>	<b>76,5</b>	<b>59,6</b>	<b>136,1</b>	<b>123,3</b>
<b>Valor contable neto, al cierre del ejercicio</b>	<b>41,2</b>	<b>108,6</b>	<b>38,6</b>	<b>188,4</b>	<b>189,2</b>

La cifra de amortización del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006 incluye una partida adicional por importe de 1,0 millones de DEG como resultado de un estudio del deterioro (2005: 2,4 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.

## 12. Depósitos en divisas

Los depósitos en divisas, que representan derechos contables sobre el Banco, se analizan en el cuadro siguiente:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2006	2005
<b>Instrumentos de depósito reembolsables con preaviso de uno a dos días</b>		
Instrumentos a Medio Plazo (MTI)	57.688,3	42.694,7
FIXBIS	50.327,0	53.712,0
	<b>108.015,3</b>	<b>96.406,7</b>
<b>Otros depósitos en divisas</b>		
FRIBIS	3.247,1	3.192,4
Depósitos a plazo fijo	52.181,5	36.987,3
Depósitos a la vista y con preaviso	22.547,6	14.032,4
	<b>77.976,2</b>	<b>54.212,1</b>
<b>Total de depósitos en divisas</b>	<b>185.991,5</b>	<b>150.618,8</b>

Compuestas por:

Instrumentos clasificados como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	163.443,9	136.586,4
Instrumentos clasificados como préstamos y partidas por cobrar	22.547,6	14.032,4

Los MTI (*Medium-Term Instruments*) son inversiones de renta fija en el BPI para vencimientos trimestrales de hasta 10 años. El Banco también ofrece MTI rescatables (*callable*) a un precio de ejercicio facial a decisión del Banco, cuyas fechas de rescate oscilan entre abril de 2006 y marzo de 2007 (2005: abril de 2005 y marzo de 2007). A 31 de marzo de 2006, el Balance de situación del Banco contabilizaba MTI rescatables por valor de 6.262,9 millones de DEG (2005: 3.720,1 millones).

Los *FIXBIS* son inversiones de renta fija en el BPI para cualquier vencimiento entre una semana y un año.

Los *FRIBIS* son inversiones de renta variable en el BPI con vencimientos de un año o más, cuyo interés se reajusta según las condiciones imperantes en el mercado.

Los *depósitos a plazo fijo* son inversiones de renta fija en el BPI, normalmente con vencimiento inferior a un año. El Banco también acepta depósitos a plazo fijo amortizables al vencimiento bien en la moneda original o bien en una cantidad específica de otra moneda a decisión del Banco (depósitos en moneda dual). A 31 de marzo de 2006, el Balance de situación del Banco contabilizaba depósitos en moneda dual por valor de 231,1 millones de DEG (2005: 1.096,4 millones). Las fechas de vencimiento de estos depósitos oscilan entre abril y junio de 2006 (2005: abril y septiembre de 2005).

Las *cuentas a la vista y con preaviso* son activos financieros a muy corto plazo con un plazo de preaviso que no suele superar los tres días. Se clasifican como préstamos y

derechos de cobro y se contabilizan en el Balance de situación a su coste amortizado.

El Banco mantiene el compromiso de reembolsar al valor razonable ciertos instrumentos de depósito, en su totalidad o parcialmente, si la solicitud se realiza con uno a dos días hábiles de antelación. Debido a estas operaciones, el Banco incurre en plusvalías o minusvalías realizadas que se incluyen en "Diferencias netas de valoración" dentro de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

De conformidad con las políticas del Banco para la gestión de riesgos, el riesgo de mercado inherente a estas actividades se gestiona en base al valor razonable general, agrupando todos los activos, pasivos y derivados pertinentes en sus carteras bancarias en divisas. De este modo, las plusvalías o minusvalías realizadas y no realizadas en sus activos por depósitos en divisas se compensan en gran medida con aquellas de sus activos bancarios en divisas, derivados y otros pasivos por depósitos en divisas.

Para reducir la inconsistencia contable que supondría reconocer las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas en base de criterios distintos, el Banco clasifica los correspondientes activos y pasivos de sus carteras bancarias de divisas como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

Los depósitos en divisas (que no sean depósitos a la vista y con preaviso) se contabilizan en el Balance de situación a su valor razonable. Este valor es diferente del importe que el Banco está obligado a abonar al titular del depósito en la fecha de vencimiento, que a 31 de marzo de 2006 ascendía, para el total de depósitos en divisas, a 187.896,6 millones de DEG, más intereses devengados (2005: 151.115,9 millones de DEG).

Para calcular el valor razonable de sus depósitos en divisas, el banco aplica modelos financieros que estiman el flujo de caja 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 para diferenciales, que obtiene a partir de los datos sobre operaciones recientes en el mercado. En el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006, los cambios en los supuestos sobre diferenciales utilizados para valorar sus depósitos en divisas supusieron una rebaja del beneficio del Banco por valor de 6,0 millones de DEG (2005: 7,9 millones de DEG).

## 13. Pasivos en forma de depósitos en oro

Los depósitos en oro colocados en el Banco proceden en su totalidad de bancos centrales. Todos ellos se clasifican como préstamos y derechos de cobro.

#### 14. 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 títulos equivalentes. Estas operaciones se realizan en su totalidad con bancos comerciales.

A 31 de marzo de 2006 y en 2005, todas las compras y ventas de valores con pacto de recompra se debieron a la gestión de activos de inversión en divisas, por lo que se clasifican como préstamos y derechos de cobro y se incluyen en el Balance de situación a su coste amortizado.

#### 15. 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.

#### 16. Otros pasivos

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	<b>2006</b>	2005
Compromisos por prestaciones post-empleo – véase Nota 22		
Pensiones de directivos	4,1	4,2
Prestaciones de Asistencia sanitaria y seguro de accidentes	135,1	127,3
Deudas frente a antiguos accionistas	2,4	3,9
Otros	27,8	15,9
<b>Total de otros pasivos</b>	<b>169,4</b>	151,3

#### 17. Capital en acciones

El capital en acciones del Banco está integrado por:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	<b>2006</b>	2005
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
<b>Capital desembolsado (25%)</b>	<b>683,9</b>	683,9

El número de acciones con derecho a dividendo es el siguiente:

A 31 de marzo	<b>2006</b>	2005
Acciones emitidas	547.125	547.125
a deducir: Acciones propias	(1.000)	(36.933)
<b>Acciones con derecho a dividendo</b>	<b>546.125</b>	510.192
De los cuales:		
Con derecho a dividendo completo	510.192	470.073
Con derecho a dividendo parcial en función de la fecha de suscripción	35.933	40.119
<b>Dividendo por acción (en DEG)</b>	<b>245</b>	235

Las acciones con derecho a dividendo parcial en función de la fecha de suscripción reflejan la redistribución de acciones propias (véase la Nota 19).

## 18. 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 quintuplo 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 debe estar disponible siempre que sea necesario para abonar todo o parte del dividendo declarado. Los dividendos suelen abonarse con el beneficio neto del Banco.

*Fondo de reserva libre.* Una vez realizadas las asignaciones anteriores, el beneficio neto restante que no haya sido utilizado con 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. Si llegara a producirse la liquidación del Banco, la cuantía de los fondos de reserva (una vez saldadas las obligaciones del Banco y cubiertos los costes de liquidación) se repartirá entre sus accionistas.

## 19. Recompra y subsiguiente redistribución 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. Al mismo tiempo, el Banco recompró 2.304 acciones de estas tres emisiones que se encontraban en manos de otros bancos centrales. La compensación total abonada ascendió a 23.977,56 CHF por acción, más intereses.

El Banco mantuvo estas acciones en su autocartera y redistribuyó 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. El Banco redistribuyó 35.933 acciones correspondientes a la emisión estadounidense mantenidas en su autocartera vendiéndolas a su bancos centrales accionistas el 31 de mayo de 2005 (véase la Nota 20).

## 20. Acciones propias

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	2006	2005
Resultado, al inicio del ejercicio		
Recompra de acciones en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2001	34.833	74.952
Otros	2.100	2.100
Total al inicio del ejercicio	36.933	77.052
Redistribución a bancos centrales accionistas	(35.933)	(40.119)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>1.000</b>	<b>36.933</b>

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 19) 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 vendiéndolas a los bancos centrales de dichos países. Los ingresos procedentes de la venta 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.

El 31 de mayo de 2005, el Banco redistribuyó las 35.933 acciones restantes correspondientes a la emisión estadounidense mantenidas en su autocartera vendiéndolas a su bancos centrales accionistas al precio de 23.977,56 CHF por acción. Los ingresos de esta venta alcanzaron los 861,6 millones de CHF, lo que equivale a 468,2 millones de DEG en la fecha de la operación.

Este importe se llevó a la cuenta de recursos propios del Banco del siguiente modo:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Acciones propias	396,2	456,4
Fondo de reserva general (ajuste cambiario)	72,0	80,3
<b>Total</b>	<b>468,2</b>	<b>536,7</b>

Los 396,2 millones de DEG (2005: 456,4 millones) representan el coste de la compensación abonada en francos suizos a los antiguos accionistas de estas emisiones 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. Para saber más sobre el Tribunal Arbitral de La Haya, véase la Nota 17 de los estados financieros del año pasado. Los ingresos obtenidos con la redistribución de estas acciones produjeron una ganancia de 72,0 millones de DEG por diferencias cambiarias (2005: 80,3 millones), 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 1.000 acciones en suspenso de la emisión albanesa.

Durante el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2006, un préstamo concedido por el Banco a un consorcio de bancos centrales en relación a la suspensión de las acciones de la emisión albanesa se llevó de las cuentas pendientes de cobro a la autocartera del Banco. La cantidad así reclasificada ascendió a 1,7 millones de DEG.

## 21. Otros recursos propios

Esta partida refleja la nueva valoración de los activos de inversión en divisas y en oro, según se describe en las Notas 6 y 7.

Otros recursos propios incluyen:

A 31 de marzo		
<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Cuenta de nueva valoración de valores	(104,3)	92,2
Cuenta de nueva valoración del oro	1.342,2	759,3
<b>Total de otros recursos propios</b>	<b>1.237,9</b>	<b>851,5</b>

### A. Cuenta de nueva valoración de títulos

Esta cuenta recoge la diferencia entre el valor razonable de los activos de inversión del Banco y su coste amortizado.

Su evolución fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Resultado, al inicio del ejercicio	92,2	178,5
Diferencias netas de valoración		
Ganancias netas por venta	(58,2)	(7,0)
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	(138,3)	(79,3)
	(196,5)	(86,3)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>(104,3)</b>	<b>92,2</b>



A continuación se detalla el balance de la cuenta de nueva valoración de valores:

<b>A 31 de marzo de 2006</b>	Valor razonable de los activos	Coste histórico de adquisición	Cuenta de nueva valoración de valores	Ganancias brutas	Pérdidas brutas
<i>En millones de DEG</i>					
Títulos adquiridos con pacto de reventa	1.222,4	1.222,5	(0,1)	–	(0,1)
Títulos del Estado y otros valores	8.771,6	8.875,8	(104,2)	48,6	(152,8)
<b>Total</b>	<b>9.994,0</b>	<b>10.098,3</b>	<b>(104,3)</b>	<b>48,6</b>	<b>(152,9)</b>

<b>A 31 de marzo de 2005</b>	Valor razonable de los activos	Coste histórico de adquisición	Cuenta de nueva valoración de valores	Ganancias brutas	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)
<b>Total</b>	<b>8.412,2</b>	<b>8.320,0</b>	<b>92,2</b>	<b>137,9</b>	<b>(45,7)</b>

### **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 funcional y de presentación 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:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	<b>2006</b>	2005
Resultado, al inicio del ejercicio	759,3	833,3
Diferencias netas de valoración		
Ganancias netas por venta	(114,5)	(50,5)
Oscilación del precio del oro	697,4	(23,5)
	582,9	(74,0)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>1.342,2</b>	759,3

## 22. Obligaciones por prestaciones post-empleo

El Banco cuenta con tres esquemas de prestaciones post-empleo:

1. Un esquema de pensiones por el que sus empleados percibirán una prestación definida calculada sobre su salario final. Este esquema se basa en un fondo sin personalidad jurídica propia del que se obtienen los fondos para abonar las prestaciones. Los activos de este fondo son administrados por el Banco en beneficio exclusivo de los empleados actuales y anteriores que participan en el sistema. El Banco es responsable en última instancia de todas las prestaciones pagaderas en virtud de este esquema.
2. Un esquema de prestaciones definidas sin fondo propio para sus directivos, al que da derecho un periodo mínimo de servicio de cuatro años.
3. Un esquema post-empleo sin fondo propio de asistencia sanitaria y seguro de accidentes para su personal, al que da derecho en principio un periodo mínimo de servicio de 10 años y la ocupación de un puesto de trabajo en el Banco hasta al menos los 50 años de edad.

Actuarios independientes examinan anualmente todos estos esquemas.

Asimismo, el Banco gestiona una cuenta de depósito personal inmovilizada para algunos miembros de su personal en concepto de un fondo de ahorro que el Banco ofrecía a sus empleados y que se cerró el 1 de abril de 2003. Los titulares de estas cuentas no pueden depositar fondos en ellas y el importe de las mismas se abona cuando éste deja de prestar sus servicios al Banco. Los intereses de estas cuentas se ajustan a las tasas ofrecidas por el Banco Nacional de Suiza en cuentas similares. A 31 de marzo de 2006, el balance total de las cuentas inmovilizadas ascendió a 19,4 millones de DEG (2005: 21,2 millones). Este importe se contabiliza en el Balance de situación bajo la rúbrica "Depósitos de divisas".

### A. Importes consignados en el Balance de situación

A 31 de marzo	Pensiones del personal		Pensiones de directivos		Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	
<i>En millones de DEG</i>	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Valor actual de los compromisos	(606,4)	(596,4)	(4,5)	(4,3)	(183,8)	(179,8)
Valor razonable de los activos del fondo	602,2	566,6	-	-	-	-
Consolidado	(4,2)	(29,8)	(4,5)	(4,3)	(183,8)	(179,8)
Pérdidas actuariales no reconocidas	46,8	77,9	0,3	0,1	57,2	62,4
Costes no reconocidos por servicios prestados	(42,6)	(48,1)	-	-	(8,6)	(9,9)
<b>Pasivo, al cierre del ejercicio</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(4,2)</b>	<b>(135,2)</b>	<b>(127,3)</b>

### B. Valor actual de las obligaciones por prestaciones

A continuación se presenta la conciliación del valor actual inicial y final de los compromisos por prestaciones:

A 31 de marzo	Pensiones del personal		Pensiones de directivos		Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	
<i>En millones de DEG</i>	2006	2005	2006	2005	2006	2005
Valor actual de la obligación a comienzos de año	596,4	527,8	4,3	4,6	179,8	129,3
Coste de los servicios del periodo corriente	26,3	23,3	0,2	0,2	7,5	7,7
Contribución de los empleados	3,2	3,2	-	-	-	-
Coste por intereses	18,5	18,9	0,1	0,2	5,7	4,7
Pérdida actuarial	9,8	24,6	-	0,1	-	43,4
Impacto de los cambios en el plan	-	-	-	-	-	(9,9)
Pagos por prestaciones	(23,3)	(25,3)	(0,3)	(0,3)	(1,8)	(1,7)
Diferencias cambiarias	(24,5)	23,9	0,2	(0,5)	(7,4)	6,3
<b>Valor actual de la obligación finales de año</b>	<b>606,4</b>	<b>596,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>183,8</b>	<b>179,8</b>

**C. Valor razonable de los activos del fondo para pensiones del personal**

A continuación se presenta la conciliación del valor razonable inicial y final de los activos del fondo para el esquema de pensiones para el personal:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	<b>2006</b>	2005
Valor razonable de los activos del fondo a comienzos de año	566,6	525,4
Rendimiento esperado de los activos del fondo	27,4	27,3
Ganancia / (pérdida) del activo	36,8	(2,7)
Contribución del Banco	15,0	15,1
Contribución de los empleados	3,2	3,2
Pagos por prestaciones	(23,3)	(25,3)
Diferencias cambiarias	(23,5)	23,6
<b>Valor razonable de los activos del fondo a finales de año</b>	<b>602,2</b>	566,6

**D. Importes consignados en la Cuenta de pérdidas y ganancias**

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	Pensiones del personal		Pensiones de directivos		Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	
	<b>2006</b>	2005	<b>2006</b>	2005	<b>2006</b>	2005
Coste de los servicios del periodo corriente	26,3	23,3	0,2	0,2	7,5	7,7
Coste por intereses	18,5	18,9	0,1	0,1	5,7	4,7
a deducir: Rendimiento esperado de los activos del fondo	(27,4)	(27,3)	–	–	–	–
a deducir: Coste de servicios en periodos anteriores	(3,4)	0,2	–	–	(1,0)	–
Perdidas actuariales netas reconocidas en el año	1,2	–	–	–	2,8	0,3
<b>Total incluido en gastos de explotación</b>	<b>15,2</b>	15,1	<b>0,3</b>	0,3	<b>15,0</b>	12,7

**E. Principales categorías de los activos del fondo en porcentaje del total de sus activos**

A 31 de marzo	2006	2005
<i>En porcentaje</i>		
Renta variable europea	16,1	15,7
Otra renta variable	28,5	25,6
Renta fija europea	26,9	28,2
Otra renta fija	24,0	23,5
Otros activos	4,5	7,0
Rendimiento efectivo de los activos del fondo	10,65%	4,30%

El fondo de pensiones para el personal no invierte en instrumentos financieros emitidos por el Banco.

**F. Principales supuestos actuariales utilizados en los estados financieros**

A 31 de marzo	2006	2005
<b>Aplicable a los tres esquemas de prestaciones post-empleo</b>		
Tasa de descuento: tipo de mercado de deuda privada suiza de alta calificación	3,25%	3,25%
<b>Aplicable al esquema de pensiones para el personal y directivos</b>		
Aumento asumido en pagos por pensiones	1,50%	1,50%
<b>Aplicable sólo al esquema de pensiones para el personal</b>		
Rendimiento esperado de los activos del fondo	5,00%	5,00%
Aumento salarial asumido	4,10%	4,10%
<b>Aplicable sólo al esquema de pensiones para directivos</b>		
Aumento asumido de la remuneración de directivos a efectos de pensión	1,50%	1,50%
<b>Aplicable sólo al esquema de prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes</b>		
Inflación a largo plazo asumida para costes médicos	5,00%	5,00%

En los supuestos utilizados para el aumento de los salarios del personal, la remuneración de directivos a efectos de pensión y las pensiones por abonar se ha asumido una inflación del 1,5%.

Para estimar el rendimiento esperado de los activos del fondo se utilizan las expectativas a largo plazo para la inflación, los tipos de interés, las primas de riesgo y la asignación de activo. Esta estimación incorpora los rendimientos históricos y se calcula con la ayuda de los actuarios independientes del fondo.

Esta asunción influye de manera significativa en los importes consignados en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Así, una variación del 1% en la inflación de los costes médicos con respecto al valor asumido para 2005/06 tendría los siguientes efectos:

<i>En millones de DEG</i>	6% inflación de costes médicos	4% inflación de costes médicos
Aumento/(descenso) de los cotes totales por servicios e intereses para el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2006	4,3	(3,2)
Aumento/(descenso) de compromisos por prestaciones a 31 de marzo de 2006	46,4	(37,8)

## 23. Ingresos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
<b>Activos de inversión en divisas clasificados como disponibles para la venta.</b>		
Títulos adquiridos con pacto de reventa	39,9	14,5
Títulos del Estado y otros valores	287,1	255,4
	<b>327,0</b>	<b>269,9</b>
<b>Activos bancarios en divisas clasificados como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados</b>		
Letras del Tesoro	465,3	335,5
Títulos adquiridos con pacto de reventa	104,8	81,6
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	3.221,3	1.636,7
Títulos del Estado y otros valores	1.058,4	767,5
	<b>4.849,8</b>	<b>2.821,3</b>
<b>Activos clasificados como préstamos y partidas por cobrar</b>		
Cuentas a la vista y con preaviso	96,6	56,7
Activos de inversión en oro	20,4	23,4
Activos bancarios en oro	7,0	7,2
	<b>124,0</b>	<b>87,3</b>
<b>Instrumentos financieros derivados clasificados como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados</b>	<b>936,7</b>	<b>879,5</b>
<b>Otros intereses</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>
<b>Total de ingresos por intereses</b>	<b>6.239,1</b>	<b>4.058,8</b>
De los cuales:		
intereses percibidos durante el ejercicio financiero	6.392,4	3.981,1

## 24. Gastos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
<b>Pasivos clasificados como préstamos y partidas por cobrar</b>		
Intereses de depósitos en oro	5,4	5,8
Intereses de depósitos a la vista y con preaviso	462,1	272,7
Intereses de títulos vendidos con pacto de recompra	37,0	13,5
	<b>504,5</b>	<b>292,0</b>
<b>Pasivos clasificados como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados</b>		
Intereses de depósitos en otras divisas	5.064,3	3.091,5
Intereses de títulos vendidos con pacto de recompra	0,3	0,6
	<b>5.064,6</b>	<b>3.092,1</b>
<b>Total de gastos por intereses</b>	<b>5.569,1</b>	<b>3.384,1</b>
De los cuales:		
intereses abonados durante el ejercicio financiero	5.434,9	3.320,7

## 25. Diferencias netas de valoración

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Diferencias de valoración no realizadas de activos bancarios en divisas	(332,9)	(247,9)
Ganancias realizadas por activos bancarios en divisas	4,3	20,9
Diferencias de valoración no realizadas de pasivos financieros	498,2	1.478,0
Beneficio/(pérdida) realizado de pasivos financieros	63,0	(16,7)
Diferencias de valoración de instrumentos financieros derivados	(306,7)	(1.417,4)
<b>Diferencias netas de valoración</b>	<b>(74,1)</b>	<b>(183,1)</b>

## 26. Ingresos netos por comisiones

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Ingresos por comisiones	5,8	4,3
Gastos por comisiones	(3,1)	(3,0)
<b>Ingresos netos por comisiones</b>	<b>2,7</b>	<b>1,3</b>

## 27. Pérdida neta por divisas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
(Pérdida)/beneficio neto por transacción	(23,4)	11,9
Pérdida neta por conversión	(1,8)	(46,4)
<b>Pérdida neta por divisas</b>	<b>(25,2)</b>	<b>(34,5)</b>

La pérdida neta en el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2006 se debió principalmente al impacto que tuvo la apreciación del precio del oro para el valor de mercado de los contratos a plazo para la venta de activos de inversión en oro. Esta pérdida se vio compensada por el correspondiente incremento de las ganancias realizadas por el Banco por la venta de activos de inversión en oro (véase la Nota 30) al liquidar dichas operaciones.

La pérdida neta en el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2005 pudo atribuirse principalmente al impacto que tuvo la apreciación del franco suizo frente al DEG para la posición corta del Banco en francos suizos, 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 entonces en la autocartera del Banco. En la fecha de suscripción, esta pérdida (y las pérdidas asociadas por conversión de divisas en años anteriores desde la recompra de las acciones en manos de accionistas privados en 2001) quedó compensada en los recursos propios del Banco con una ganancia cambiaria realizada de 80,3 millones de DEG (véase la Nota 20).

## 28. 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:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de CHF</i>	2006	2005
<b>Consejo de Administración</b>		
Dietas de los Consejeros	1,7	1,6
Pensiones a antiguos directivos	0,6	0,6
Viajes, reuniones externas del Consejo y otros gastos	1,1	1,0
	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>
<b>Dirección y personal</b>		
Remuneración	102,3	97,1
Pensiones	31,4	30,9
Otros gastos de personal	42,6	38,3
	<b>176,3</b>	<b>166,3</b>
<b>Gastos de oficina y diversos</b>	<b>68,9</b>	<b>64,5</b>
<b>Gastos de administración en millones de CHF</b>	<b>248,6</b>	<b>234,0</b>
Gastos de administración en millones de DEG	133,6	129,3
Amortización en millones de DEG	13,3	15,7
<b>Gastos de explotación en millones de DEG</b>	<b>146,9</b>	<b>145,0</b>

El personal del Banco, expresado en términos de promedio de empleados a tiempo completo, estuvo compuesto de 520 personas durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006 (2005: 526).

## 29. Ganancias netas por venta de valores de inversión

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Ingresos por enajenación	3.214,1	3.384,2
Coste amortizado	(3.155,9)	(3.377,2)
<b>Ganancias netas</b>	<b>58,2</b>	<b>7,0</b>
Compuestas por:		
Ganancias brutas realizadas	64,1	32,9
Pérdidas brutas realizadas	(5,9)	(25,9)

### 30. Ganancias netas por venta 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 2006 fueron:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Ingresos por enajenación	187,2	108,6
Coste estimado – véase Nota 21B	(72,7)	(58,1)
<b>Ganancias brutas realizadas</b>	<b>114,5</b>	<b>50,5</b>

### 31. Beneficio por acción

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

	2006	2005
Beneficio neto del ejercicio financiero (millones de DEG)	599,2	370,9
Promedio ponderado de acciones con derecho a dividendo	540.535	486.673
<b>Ganancias básicas y diluidas por acción (en DEG por acción)</b>	<b>1.108,5</b>	<b>762,1</b>

La propuesta de dividendo correspondiente al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2006 es de 245 DEG por acción (2005: 235 DEG).

### 32. Efectivo y efectos de caja

Para la declaración de flujos de caja, el efectivo y los efectos de caja están compuestos por:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	33,0	25,8
Cuentas a la vista y con preaviso	2.831,6	2.979,7
<b>Total de efectivo y efectos de caja</b>	<b>2.864,6</b>	<b>3.005,5</b>

### 33. Impuestos

El Acuerdo de Sede firmado con el Consejo Federal Suizo estipula el régimen jurídico especial 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 de 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).

### 34. 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:

	Tasa al contado a 31 de marzo		Promedio del ejercicio financiero cerrado en	
	2006	2005	2006	2005
USD	0,694	0,661	0,687	0,671
EUR	0,840	0,859	0,835	0,845
JPY	0,00589	0,00619	0,00607	0,00625
GBP	1,205	1,248	1,225	1,238
CHF	0,532	0,554	0,539	0,549
Oro	404,4	282,7	327,7	277,9

### 35. 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:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Valor nominal de los títulos mantenidos en concepto de:		
Acuerdos de custodia	10.413,8	10.009,2
Acuerdos de prenda por garantías	2.220,5	2.275,2
Contratos de gestión de carteras	5.012,1	3.769,4
<b>Total</b>	<b>17.646,4</b>	<b>16.053,8</b>

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.

### 36. Compromisos

El Banco ofrece a sus clientes (bancos centrales e instituciones internacionales) una serie de facilidades permanentes comprometidas. A 31 de marzo de 2006, los compromisos de acuerdo de crédito vigentes procedentes de dichas facilidades ascendían a 7.470,4 millones de DEG (2005: 5.480,4 millones), de los cuales 344,0 millones sin colateral (2005: 315,0 millones).

### 37. 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.

Los cuadros a continuación presentan el tipo de interés efectivo para cada divisa que se aplica a los correspondientes instrumentos financieros.

#### A 31 de marzo de 2006

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
<b>Activo</b>					
Depósitos en oro	-	-	-	-	0,61
Letras del Tesoro	4,77	2,39	-	0,02	1,06
Títulos adquiridos con pacto de reventa	4,78	2,63	4,57	-	-
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	4,75	2,51	4,59	-	4,25
Títulos del Estado y otros valores	4,76	3,41	4,80	0,60	4,99
<b>Pasivo</b>					
Depósitos en divisas	4,23	2,55	4,32	-	4,85
Depósitos en oro	-	-	-	-	0,28
Títulos vendidos con pacto de recompra	4,63	-	4,27	-	-

#### A 31 de marzo de 2005

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
<b>Activo</b>					
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
<b>Pasivo</b>					
Depósitos en divisas	3,00	2,29	4,73	-	3,29
Depósitos en oro	-	-	-	-	0,46
Títulos vendidos con pacto de recompra	2,43	-	-	-	-



## 38. Análisis de concentración

### A. Total del pasivo

A 31 de marzo

En millones de DEG	2006	2005
África	18.260,7	14.024,8
Asia-Pacífico	84.594,8	80.642,4
Europa	60.380,7	41.772,5
América	41.394,6	28.910,3
Organismos internacionales	3.914,3	4.883,1
<b>Total</b>	<b>208.545,1</b>	<b>170.233,1</b>

Las divisas y el oro depositados en el BPI, procedentes en su mayoría de bancos centrales y organismos internacionales, representan el 93,6% del total de su pasivo (2005: 92,7%). A 31 de marzo de 2006, los depósitos en divisas y en oro procedieron de 154 entidades (2005: 159). Dentro de estos depósitos, se constata un grado significativo de concentración por clientes, con cinco de ellos representando más del 5% de la contribución total, sobre la base de la fecha de liquidación (2005: tres clientes). La Nota 4 describe cómo gestiona el Banco los riesgos derivados de la concentración de su financiación.

### B. Compromisos de crédito

A 31 de marzo

En millones de DEG	2006	2005
Asia-Pacífico	7.166,4	5.259,1
Europa	304,0	221,3
<b>Total</b>	<b>7.470,4</b>	<b>5.480,4</b>

La Nota 36 analiza en profundidad los compromisos crediticios del Banco.

### C. Partidas fuera de balance

A 31 de marzo

En millones de DEG	2006	2005
África	975,2	594,6
Asia-Pacífico	13.410,4	12.144,1
Europa	560,2	556,8
América	2.700,6	2.758,3
<b>Total</b>	<b>17.646,4</b>	<b>16.053,8</b>

La Nota 35 analiza con más detalle 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 radicadas en países del G-10) y en deuda soberana del G-10. La Dirección del Banco no estima necesario presentar un desglose geográfico de los activos totales del Banco ya que a su juicio no ofrecería una imagen fidedigna del efecto económico de las inversiones del Banco.

## 39. Partes vinculadas

El Banco considera que son partes vinculadas:

- los miembros del Consejo de Administración;
- los altos cargos del Banco;
- 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 esquemas de prestaciones post-empleo del 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 del Informe Anual titulada "Consejo de Administración y altos cargos" se enumeran los miembros del Consejo y de la alta dirección del Banco. En la Nota 22 se describen los esquemas de prestaciones post-empleo del Banco.

### A. Partes vinculadas: particulares

La remuneración total para altos cargos contabilizada en la Cuenta de pérdidas y ganancias fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de CHF	2006	2005
Salarios, asignaciones y cobertura médica	6,4	6,7
Prestaciones post-empleo	1,8	1,8
<b>Remuneración total en millones de CHF</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>
Equivalente en DEG	4,4	4,6

En la Nota 28 se detalla la remuneración total del Consejo de Administración.

El Banco ofrece cuentas de depósito personales a todo su personal y a sus Consejeros. Además, también gestiona una cuenta de depósito personal inmovilizada para algunos miembros de su personal en concepto de un fondo de ahorro que el Banco ofrecía a sus empleados. Los titulares de estas cuentas no pueden depositar fondos en ellas y el importe de las mismas se abona cuando éste deja de prestar sus servicios al Banco. Los intereses de ambas cuentas se ajustan a las tasas ofrecidas por el Banco Nacional de Suiza en cuentas similares. A 31 de marzo de 2006, los movimientos y el balance total de la cuenta de depósito personal y la cuenta bloqueada de los miembros del Consejo de Administración y altos directivos de la entidad fueron los siguientes:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de CHF</i>	2006	2005
Resultado, al inicio del ejercicio	18,7	19,8
Cantidades depositadas más ingresos por intereses (neto de impuestos retenidos)	6,6	6,2
Cantidades retiradas	(12,0)	(7,3)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio en millones de CHF</b>	<b>13,3</b>	<b>18,7</b>
Equivalente en DEG	7,1	10,4
Gastos por intereses en depósitos (millones de CHF)	0,5	0,8
Equivalente en DEG	0,3	0,4

En el cuadro anterior están consignadas las cantidades relativas a los miembros del Consejo de Administración y altos cargos que fueron nombrados durante el ejercicio fiscal, así como otros depósitos recibidos. También se incluyen las cantidades correspondientes a los miembros del Consejo de Administración y altos cargos que cesaron en su cargo durante el ejercicio fiscal, así como otras retiradas de fondos.

#### ***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***

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Resultado, al inicio del ejercicio	39.806,9	34.030,3
Depósitos aceptados	175.323,0	104.844,2
Vencimientos, amortizaciones y oscilaciones del valor razonable	(156.074,1)	(101.906,6)
Variaciones netas de las cuentas a la vista/con preaviso	(5.775,8)	2.839,0
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>53.280,0</b>	<b>39.806,9</b>
Porcentaje del total de depósitos en divisas al cierre del ejercicio	28,6%	26,4%

#### ***Depósitos en oro de bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas***

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Resultado, al inicio del ejercicio	4.808,6	5.049,1
Depósitos aceptados	–	154,3
Retiradas netas y oscilaciones del precio del oro	1.458,7	(394,8)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>6.267,3</b>	<b>4.808,6</b>
Porcentaje del total de depósitos en oro al cierre del ejercicio	67,9%	67,6%

#### ***Títulos adquiridos con pacto de recompra con bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas***

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2006	2005
Resultado, al inicio del ejercicio	4.917,3	4.448,0
Depósitos aceptados	1.095.001,1	1.200.762,4
Vencimientos y oscilaciones del valor razonable	(1.096.719,9)	(1.200.293,1)
<b>Resultado, al cierre del ejercicio</b>	<b>3.198,5</b>	<b>4.917,3</b>
Porcentaje del total de títulos adquiridos con pacto de recompra al cierre del ejercicio	16,4%	35,0%

#### *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 2006 era de 10,8 millones de DEG (2005: 7,4 millones de DEG). El oro mantenido en cuentas a la vista con estas entidades ascendía a 7.132,0 millones de DEG a 31 de marzo de 2006 (2005: 5.170,3 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 2006 ascendió a 10.948,1 millones de DEG (2005: 4.184,5 millones de DEG).

#### **40. 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 19).

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 era 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 acción 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 el 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 significativa que afecte al BPI.



# Informe de auditoría

Informe de auditoría  
al Consejo de Administración y a la Asamblea General  
del Banco de Pagos Internacionales (Basilea)

Hemos auditado los estados financieros adjuntos (páginas 222 a 257) 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 acuerdo con los Estatutos y con los principios de valoración descritos en las notas que explican los criterios contables utilizados. Nuestra responsabilidad, en virtud de los Estatutos del Banco, es expresar una opinión independiente sobre el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias basada en nuestra auditoría y en ponerla en conocimiento de ustedes. Los estados financieros del pasado año fueron auditados por otra sociedad, cuyo informe con fecha 9 de mayo de 2005 contenía una opinión sin salvedad sobre dichos estados financieros.

Nuestra auditoría se ha realizado conforme a las Normas Internacionales sobre Auditoría, que exigen planificar y ejecutar la auditoría de un modo que asegure razonablemente que los estados financieros no contienen ningún error material. Una auditoría requiere el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cantidades e informaciones contenidas en los estados financieros. También incluye la valoración de los principios contables aplicados y de las estimaciones significativas realizadas por la Dirección, así como la evaluación de la presentación general de los estados financieros. 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 contienen errores materiales y estimamos que la auditoría que hemos realizado constituye una base razonable para poder expresar nuestra opinión.

En nuestra opinión, los estados financieros, incluidas las Notas que los acompañan, han sido debidamente redactados y reflejan una imagen fiel de la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales a 31 de marzo de 2006, así como los resultados de sus operaciones correspondientes al ejercicio cerrado en esa fecha, de conformidad con los principios contables descritos en las Notas que acompañan a los estados financieros y con los Estatutos del Banco.

Deloitte AG

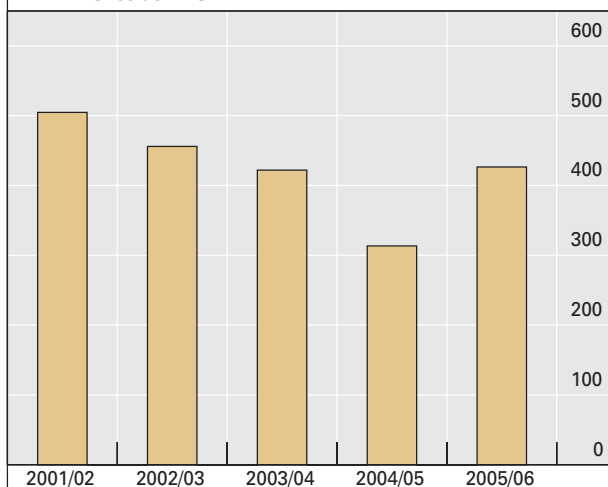
Dr. Philip Göth  
Zúrich, 8 de mayo de 2006

Pavel Nemecek

## Resumen gráfico de los últimos cinco años

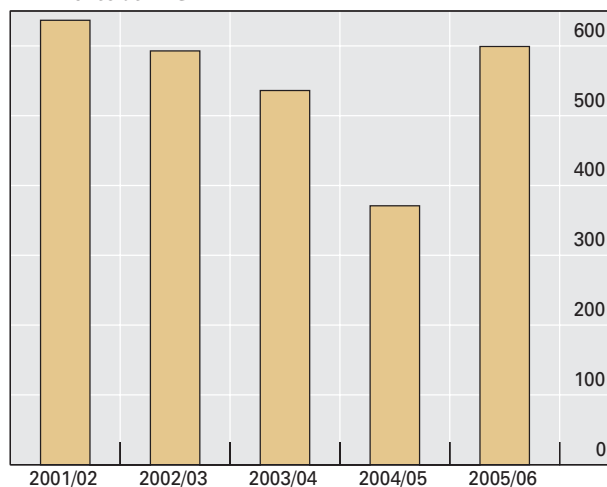
### Beneficio de explotación

En millones de DEG



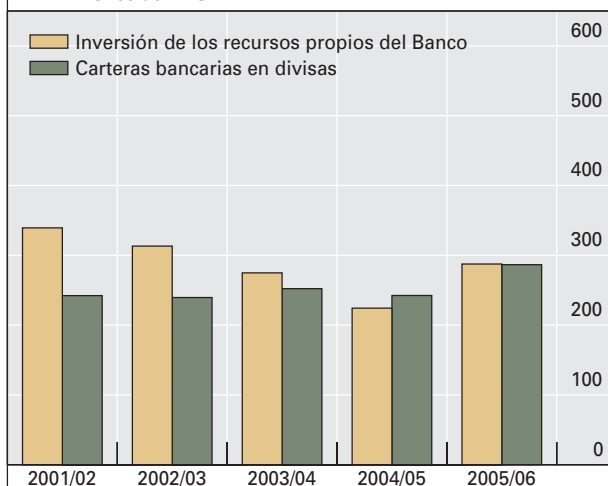
### Beneficio neto

En millones de DEG



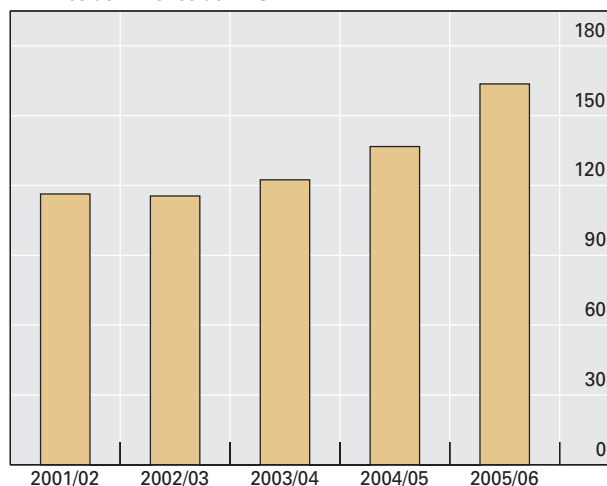
### Intereses netos percibidos por inversiones en divisas

En millones de DEG



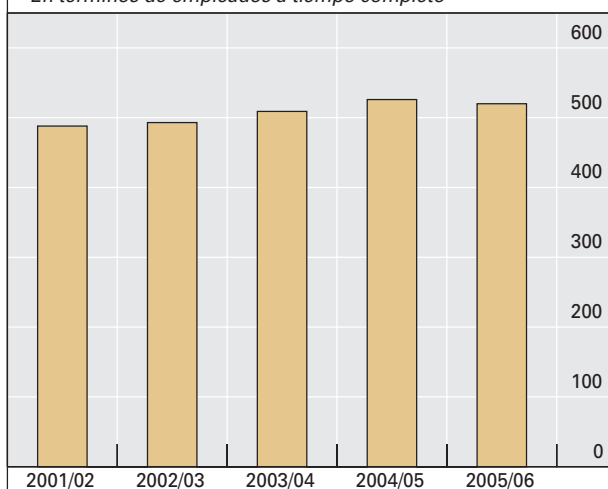
### Promedio de depósitos en divisas (según criterios de devengo y de fecha valor)

En miles de millones de DEG



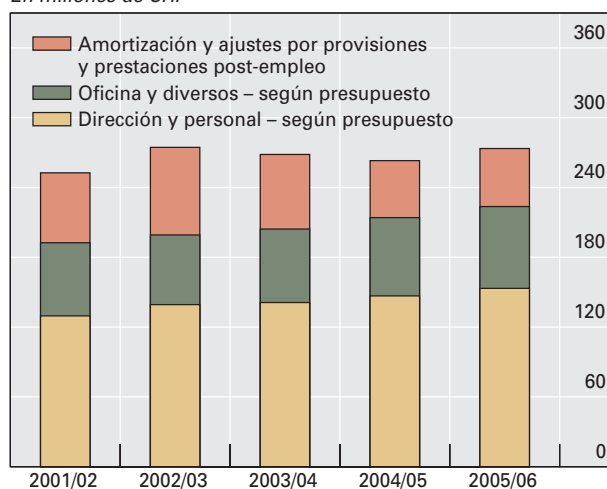
### Promedio de empleados

En términos de empleados a tiempo completo



### Gastos de explotación

En millones de CHF



Nota: la información financiera para 2001/02 se basa en las mejores estimaciones.



