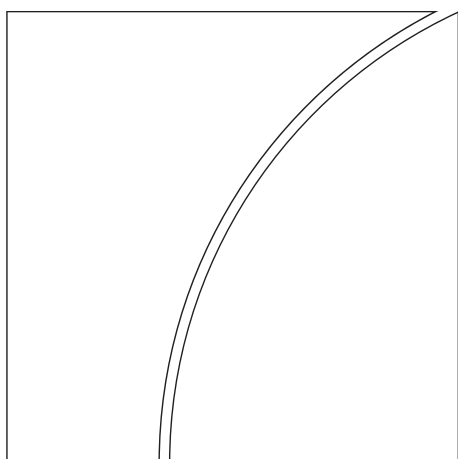




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



77° Informe Anual

1 de abril de 2006–31 de marzo de 2007

Basilea, 24 de junio de 2007

Las publicaciones del BPI pueden obtenerse en:

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

E-mail: publications@bis.org

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

© *Banco de Pagos Internacionales, 2007. 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 92-9131-522-2 (versión impresa)

ISBN 92-9197-522-2 (en línea)

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

Este Informe puede consultarse en la página del BPI en Internet (www.bis.org).

Índice

Carta de presentación	1
I. Introducción: recomponer el rompecabezas	3
Consideraciones sobre la oferta y la demanda de la economía	5
Condiciones monetarias y financieras	8
Tipos de cambio, desequilibrios mundiales y gestión de reservas	11
II. La economía mundial	13
Aspectos más destacados	13
Examen de la economía mundial	14
<i>Situación general</i>	14
<i>Marcado cambio en la actividad económica mundial</i>	16
<i>¿Se ha desacoplado el resto del mundo del crecimiento estadounidense?</i>	18
<i>Mejora de los resultados fiscales estructurales</i>	20
<i>Las posiciones por cuenta corriente se estabilizaron, pero persistieron los desequilibrios subyacentes</i>	21
Consumo de los hogares en los países industriales avanzados	23
<i>Cambios en la riqueza y el endeudamiento de los hogares</i>	24
<i>Profundización financiera y consumo de los hogares</i>	26
<i>¿Cuál es la capacidad financiera de los hogares?</i>	28
<i>El papel de los pasivos fiscales ocultos</i>	29
<i>Perspectivas de cambio en el consumo y en el ahorro de los hogares</i> ...	31
Evolución de la inflación	32
<i>La inflación general se redujo conforme cedía la presión de los precios de la energía</i>	32
<i>Persiste la incertidumbre sobre las presiones inflacionistas subyacentes</i> ..	34
<i>El papel de las expectativas de inflación</i>	37
Perspectivas: ¿oportuna moderación del crecimiento y la inflación?	38
III. Las economías de mercado emergentes	40
Aspectos más destacados	40
Evolución económica	41
<i>Panorama y retos para las políticas</i>	42
<i>Política monetaria</i>	46
Ajuste fiscal a medio plazo y gestión de deuda	50
<i>Estabilización y reducción de la deuda</i>	50
<i>Gestión de la deuda</i>	52
Flujos de divisas y precios de los activos	53
<i>Hechos estilizados</i>	54
<i>Implicaciones para los mercados de activos</i>	57
El comercio internacional de China: hechos estilizados e implicaciones	61
<i>Cambios en los patrones del comercio</i>	61
<i>Implicaciones a medio plazo: ¿cómo afecta China a las oportunidades comerciales?</i>	64
<i>Las economías emergentes asiáticas (excluida China) frente a las perturbaciones: grado de exposición y de solidez</i>	66
<i>Implicaciones para las políticas de tipo de cambio</i>	67

IV. La política monetaria en los países industriales avanzados	69
Aspectos más destacados	69
Análisis de la evolución	70
<i>Estados Unidos</i>	70
<i>Zona del euro</i>	72
<i>Japón</i>	75
<i>Países con objetivos de inflación explícitos</i>	78
Los agregados monetarios y crediticios en la instrumentación de la política monetaria	82
<i>El papel cambiante del dinero y del crédito hasta los años 80</i>	83
<i>La pérdida de importancia de los agregados monetarios desde los años 80</i>	85
<i>Preeminencia de los objetivos de inflación</i>	87
<i>Posible resurgir de los agregados cuantitativos</i>	87
<i>El crédito sale del ostracismo</i>	89
<i>Incorporación de la evolución monetaria y crediticia a las políticas</i>	91
V. Los mercados de divisas	92
Aspectos más destacados	92
Evolución de los mercados de divisas	93
<i>Tipos de cambio actuales desde una perspectiva de largo plazo</i>	95
<i>Condiciones en los mercados de divisas</i>	95
Determinantes de la evolución de los tipos de cambio	96
<i>Los diferenciales de tasas de interés y las operaciones de carry trade</i>	97
<i>Política cambiaria</i>	102
<i>Desequilibrios mundiales</i>	104
<i>Precios de las materias primas</i>	105
Acumulación y gestión de reservas	106
<i>Principales tendencias en la gestión de reservas de divisas</i>	106
<i>Principales factores tras estas tendencias</i>	108
<i>Retos</i>	109
VI. Los mercados financieros	113
Aspectos más destacados	113
Perspectivas de crecimiento divergentes hicieron tambalearse los rendimientos	114
<i>Aplanamiento de la curva de rendimientos en Japón y en la zona del euro</i>	115
<i>Perspectivas de crecimiento divergentes y moderación de las expectativas de inflación</i>	116
<i>Las menores primas por plazo contribuyeron a la caída de los rendimientos de la deuda</i>	117
<i>Continua caída de las volatilidades implícitas en las tasas de interés</i>	119
Solidez de los mercados bursátiles pese a episodios de volatilidad	120
<i>La fortaleza de los beneficios estimuló los mercados</i>	121
<i>Las fusiones y adquisiciones estimularon el mercado</i>	123
<i>Valoraciones</i>	124
Diferenciales de rendimiento próximos a mínimos históricos	125
<i>La deuda de alta rentabilidad destacó sobre el resto</i>	125
<i>Mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo</i>	128
<i>Emisión récord de productos de crédito estructurado</i>	129
<i>¿Una inflexión del ciclo crediticio?</i>	130
Fuerte demanda de activos de mercados emergentes	133
<i>¿Se van tornando convencionales los activos de mercados emergentes?</i>	135

VII. El sector financiero en los países industriales avanzados	138
Aspectos más destacados	138
Resultados de las entidades financieras	138
<i>Banca comercial</i>	139
<i>Banca de inversión</i>	141
<i>Hedge funds</i>	142
<i>Sector asegurador</i>	144
Vulnerabilidades	145
<i>Exposición a los mercados inmobiliarios</i>	145
<i>Sector inmobiliario residencial</i>	146
<i>Sector inmobiliario de uso comercial</i>	147
<i>Financiación apalancada</i>	148
<i>El ciclo crediticio</i>	151
La internacionalización de la banca	153
<i>Tendencias y patrones</i>	153
<i>Desafíos de política</i>	157
<i>Perspectiva microeconómica</i>	158
<i>Perspectiva macroeconómica</i>	159
VIII. Conclusión: ¿vale más prevenir que curar?	161
Cuestiones que preocupan a las autoridades económicas	162
Retos para la formulación de una política de respuesta	168
¿Hacia dónde deberían orientarse ahora las políticas?	173
Organización, buen gobierno y actividades	179
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco	212
Bancos centrales miembros del BPI	215
Estados financieros	217
Informe de los auditores	259
Resumen gráfico de los últimos cinco años	260

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 30 de mayo y el 7 de junio de 2007.

Gráficos

II.1	Evolución macroeconómica mundial	13
II.2	Precios de las materias primas y términos de intercambio	14
II.3	Anatomía de la desaceleración del mercado de la vivienda en EEUU	17
II.4	Demanda, producción y correlaciones de los precios de los activos ..	18
II.5	Propensión al consumo	23
II.6	Activos y endeudamiento de los hogares	25
II.7	Episodios de caída de los precios de los activos	29
II.8	Inflación general y precios de los alimentos y de la energía	33
II.9	Indicadores de holgura de la economía y tendencias de la productividad	34
II.10	Expectativas de inflación	37
III.1	Precios de materias primas e inflación de precios de consumo	44
III.2	Inflación de los precios de consumo	45
III.3	Condiciones monetarias	47
III.4	Crédito privado	48
III.5	Acumulación de reservas de divisas y evolución monetaria	50
III.6	Evolución de la deuda	51
III.7	Evolución de las finanzas públicas	52
III.8	Flujos de capital en economías emergentes	56
III.9	Precios de los activos	58
III.10	Volatilidad de distintos tipos de activos	58
III.11	Correlaciones en los mercados de activos	60
III.12	Comercio	61
III.13	Comercio de China: socios y tipos de bienes	63
III.14	Comercio de China: nivel de sofisticación de los bienes	64
III.15	Lazos comerciales	67
IV.1	Indicadores económicos de Estados Unidos	70
IV.2	Perspectivas sobre la política monetaria en Estados Unidos	71
IV.3	Indicadores económicos de la zona del euro	73
IV.4	Comunicación del BCE e incertidumbre en los mercados	74
IV.5	Indicadores económicos de Japón	76
IV.6	Deflación y recuperación en Japón	77
IV.7	Objetivos de inflación y tasas de interés oficiales	79
IV.8	Política monetaria, liquidez mundial e inflación	83
IV.9	Brecha del producto, crecimiento monetario e inflación	84
IV.10	Objetivos para los agregados monetarios	85
IV.11	Cambios en la velocidad	86
IV.12	Tendencia de los agregados monetarios y los precios en países industriales avanzados	88
IV.13	Auges y desaceleraciones en Japón, 1982–93	90
V.1	Tipos de cambio y diferenciales de tasas de interés	93
V.2	Tipos de cambio efectivos nominales	94
V.3	Tipos de cambio efectivos nominales en economías asiáticas emergentes	94
V.4	Tipos de cambio efectivos reales actuales en perspectiva histórica ...	95
V.5	Volatilidades implícitas	96
V.6	Emisión de bonos Uridashi y posiciones en futuros sobre divisas ...	98
V.7	Tipos de cambio, relación <i>carry-to-risk</i> y contratación en los mercados de divisas	100
V.8	Tipos de cambio efectivos nominales de los países exportadores de materias primas y precios de las materias primas	105
VI.1	Tasas de interés	114
VI.2	Curvas de las tasas de interés a plazo	115
VI.3	Previsiones para 2007 y medidas de la compensación por inflación ..	116

VI.4	Tasas de interés esperadas y primas por plazo	118
VI.5	Volatilidad de las tasas de interés a largo plazo en EEUU	120
VI.6	Cotizaciones bursátiles	121
VI.7	Volatilidad anualizada y preferencia por el riesgo en los mercados bursátiles	122
VI.8	Fusiones y adquisiciones (M&A) y OPV	123
VI.9	Valoraciones en los mercados bursátiles	125
VI.10	Diferenciales de la deuda corporativa	126
VI.11	Mercado hipotecario de Estados Unidos	127
VI.12	Preferencia por el riesgo en los mercados de deuda	128
VI.13	Emisión de CDO	129
VI.14	Tasas de impago, diferenciales y beneficios	131
VI.15	Solvencia empresarial	132
VI.16	Mercados emergentes	134
VI.17	Inversión en activos de mercados emergentes	136
VII.1	Crecimiento del crédito	140
VII.2	Indicadores de actividad y riesgo en la banca de inversión	142
VII.3	<i>Hedge funds</i> : volumen, rendimiento y apalancamiento	143
VII.4	Compañías de seguros: cartera de acciones y resultados	144
VII.5	Exposición de los bancos al sector inmobiliario	146
VII.6	Mercado hipotecario de Estados Unidos	147
VII.7	Capital inversión: flujos de efectivo y rendimiento	149
VII.8	Volumen y riesgo de los préstamos para LBO	150
VII.9	Indicadores de solvencia en el sistema bancario	151
VII.10	Valoración del riesgo en los mercados de préstamos sindicados y de deuda	152
VII.11	Participación de la banca extranjera en el crédito nacional	154
VII.12	Activos locales en el país de acogida	155
VII.13	Financiación de los activos locales	156
VII.14	Mercado bancario internacional	157

Cuadros

II.1	La actual expansión mundial en perspectiva	15
II.2	Exposición comercial frente a Estados Unidos	19
II.3	Evolución fiscal reciente y proyecciones a medio plazo	20
II.4	Balanzas por cuenta corriente mundiales	22
II.5	Precios de la vivienda y deuda hipotecaria	26
II.6	Medidas de renta y variabilidad del consumo	27
II.7	Efectos previstos del envejecimiento de la población sobre el gasto público	30
II.8	Evolución de la inflación y factores contribuyentes	35
II.9	Crecimiento e inflación	38
III.1	Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente ...	41
III.2	Balanza de pagos	55
III.3	Porcentaje del comercio asiático	62
IV.1	Crecimiento de los agregados monetarios como predicción de inflación subyacente	88
V.1	Diferenciales de las tasas de interés, desequilibrios externos y volatilidad de los tipos de cambio	99
V.2	Variación anual de las reservas oficiales de divisas	103
V.3	Reservas de divisas y medidas de adecuación	109
VII.1	Rentabilidad de los principales bancos	139
VII.2	Precios de los inmuebles de uso comercial	148

Convenciones utilizadas en este Informe

dólar	dólar de Estados Unidos, a menos que se especifique lo contrario
i., d.	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.

77° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 24 de junio de 2007*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 77° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007.

El beneficio neto del ejercicio ascendió a 639,4 millones de DEG, frente a los 599,2 millones de DEG correspondientes al ejercicio anterior. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2006/07 pueden consultarse en la sección titulada «Beneficio neto y su distribución», que figura en las páginas 209–211 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 139,3 millones de DEG al pago de un dividendo de 255 DEG por acción (frente a los 245 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 50,0 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 444,1 millones de DEG, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2006/07 será pagadero a los accionistas el 2 de julio de 2007.

Basilea, 8 de junio de 2007

MALCOLM D. KNIGHT
Director General

I. Introducción: recomponer el rompecabezas

La evolución de la economía mundial durante los últimos años ha sido extraordinaria, incluido el periodo entre abril de 2006 y mayo de 2007 analizado en este Informe Anual. En primer lugar, y como hecho más destacable, el crecimiento económico se ha mantenido en sus niveles más altos del periodo de posguerra, con el beneficio añadido de que muchos de los países más pobres han participado de esta creciente prosperidad. En segundo lugar, a pesar de ese rápido crecimiento y de las considerables perturbaciones al alza en el precio de la mayoría de las materias primas, los niveles de inflación subyacente han seguido en general moderados. En tercer lugar, las tasas de interés reales y las primas por riesgo de todo tipo han permanecido inusualmente bajas. Por último, los desequilibrios comerciales internacionales, que alcanzan niveles récord, han podido financiarse fácilmente hasta ahora y los tipos de cambio se han mantenido generalmente estables. De por sí, cada uno de estos hechos podría considerarse sin más positivo. Sin embargo, la combinación de todos ellos es tan extraordinaria que necesariamente suscita interrogantes sobre el origen y, por consiguiente, la sostenibilidad de tan afortunada conjunción.

Se han sugerido diversas hipótesis para aclarar algunos de estos fenómenos, pero ninguna de ellas ofrece una explicación de conjunto. Por ejemplo, la idea de una «escasez de inversiones» a escala mundial merece ser considerada a la hora de explicar los bajos niveles de inflación y de tasas de interés en todo el mundo. No obstante, más difícil resulta reconciliar esta hipótesis con las recientes tasas de crecimiento real récord. También podría argumentarse que la «globalización» es una perturbación positiva de la oferta agregada que contiene la inflación, pero cabría preguntarse entonces qué fuerzas han estado impulsando al mismo tiempo la demanda y el crecimiento mundial. Aseverar simplemente que la oferta genera su propia demanda es ciertamente discutible como premisa a corto plazo, pero además ignora un hecho importante, y es que las perturbaciones de la oferta agregada se originan en gran medida en las economías de mercado emergentes, mientras que han sido las economías industrializadas avanzadas —sobre todo Estados Unidos— las que registran el grueso del incremento de la demanda. Cabe preguntarse entonces qué fuerzas pueden haber influido en esta asimetría entre las economías y en los consiguientes desajustes del comercio internacional. Por último, la «credibilidad» de la vigilancia de los bancos centrales podría haber contribuido a explicar tanto la baja inflación como el fuerte crecimiento económico observados durante un dilatado periodo de tiempo. Con todo, no puede ser la única explicación, dado que las tasas de interés reales han permanecido muy bajas y la tasa de expansión del crédito muy alta durante casi toda esta década.

No obstante, por más que cada una de estas hipótesis tenga sus propias limitaciones, consideradas en conjunto bien podrían ofrecer una explicación coherente de la favorable evolución de la economía mundial observada en estos últimos años. Consideremos primero la hipótesis de la escasez de inversiones, una insuficiencia de inversión fija *ex ante* respecto a un alto nivel de ahorro también *ex ante*. Podría argumentarse que el principal factor de este déficit ha sido la moderada tasa de inversión en muchos países tras el auge y la recesión de ciclo previo. La inversión empresarial apenas ha empezado a reanudarse en Japón y Alemania en el último año y aún da escasas muestras de estar haciéndolo en el sudeste asiático. Además, expresada como porcentaje del PIB, la inversión empresarial en Estados Unidos ha sido débil en el periodo posterior a la burbuja de la «nueva era» tecnológica de finales de los años 90. En este contexto de debilidad generalizada de la demanda de inversión, la economía mundial se vio afectada al mismo tiempo por un significativo incremento de la oferta. En este sentido, la globalización y la vuelta al sistema de libre comercio de las economías hasta entonces de planificación centralizada han sido factores clave, como también lo han sido los incrementos de productividad asociados a los avances tecnológicos, en particular en los sectores de tecnología informática (TI) y de logística. La interacción de esos fenómenos con la credibilidad adquirida por los bancos centrales en su lucha contra la inflación en los años 80 ha sumado intensidad a las fuerzas desinflacionarias que operan sobre la economía mundial.

Vista la baja inflación resultante de esta coyuntura, e incluso la preocupación que en ciertos países suscita la deflación, la política monetaria de los países industriales avanzados ha sido inusitadamente expansiva durante varios años. Esta tendencia se vio reforzada por la percepción de la necesidad de reaccionar ante los trastornos financieros de 1997 (la crisis de Asia oriental) y 1998 (crisis del LTCM) y ante el descalabro de las bolsas mundiales en 2001. Cabría haber esperado que esa relajación de la política monetaria en los países industrializados hubiera resultado en tipos de cambio más bajos para sus monedas, con la consiguiente apreciación de las monedas de las economías de mercado emergentes. Sin embargo, el entorno de baja inflación en estas economías, unido al deseo de muchos países de acrecentar sus reservas de divisas como una forma de «auto-asegurarse» en previsión de futuras crisis, condujo a una reticencia generalizada a permitir dicho ajuste. Así, se llevaron a cabo intervenciones esterilizadas masivas, particularmente en Asia, manteniéndose también muy relajadas las condiciones monetarias a nivel nacional. A medida que las reservas de divisas acumuladas se invertían, impulsaban el dólar estadounidense y contribuían a la ya de por sí abundante liquidez de los mercados financieros de los países industrializados.

Ahora bien, éstas no han sido las únicas fuerzas que han estimulado la expansión monetaria y crediticia mundial en los últimos años. Así como la economía real se ha visto afectada por cambios estructurales de gran calado, el sector financiero también ha experimentado una profunda transformación. Han ido apareciendo nuevas tecnologías para la gestión del riesgo, nuevos instrumentos y nuevos participantes, al tiempo que la

competencia obliga a aprovechar al máximo cualquier oportunidad financiera para mejorar la rentabilidad.

Estos acontecimientos de orden monetario y financiero han propiciado que la demanda agregada se equipare al incremento mundial de la oferta. La presente Introducción describe cómo han contribuido estas presiones individuales —las piezas del rompecabezas— a la favorable coyuntura del último año aproximadamente. Sin embargo, este logro deberá matizarse al menos con dos observaciones, que se reiterarán en la Conclusión de este Informe Anual.

Primero, es posible que el fenomenal estímulo financiero prestado al gasto haya conducido inadvertidamente a la economía mundial (o a sectores significativos de ella) a una situación en la que podrían resurgir presiones inflacionistas. Segundo, y en parte como resultado de todos estos estímulos monetarios y financieros, se han observado desviaciones significativas de un creciente número de variables económicas y financieras respecto a lo que tradicionalmente se considera la «norma». En concreto, las expansivas condiciones financieras han llevado a un inusitado descenso de la tasa de ahorro de los hogares en Estados Unidos y a un aumento, también sin precedentes, de la tasa de inversión en China. Aún está por ver si esta situación se sostendrá y emergerán nuevos valores dentro de la «norma» acordes con los cambios estructurales subyacentes, o si por el contrario acabará produciéndose una reversión más tradicional a la media.

Consideraciones sobre la oferta y la demanda de la economía

En los últimos 12 meses la economía mundial ha continuado su rápida expansión, de la que se han beneficiado prácticamente todas las regiones. China y la India siguieron creciendo a un ritmo vertiginoso, arrastrando con ellas a la mayor parte de Asia, mientras los países productores de petróleo registraron en general incrementos sin precedentes de la renta nacional. Salvo contadas excepciones, los países de América Latina y de Europa central y oriental también prosperaron. Gran parte de África mantuvo igualmente tasas de crecimiento inusitadamente altas, gracias en parte a una mejor gestión macroeconómica, aunque también al alza de los precios de las materias primas.

Las principales economías industrializadas cosecharon asimismo buenos resultados, dando nuevas muestras de un mejor equilibrio del crecimiento económico, al intensificarse éste en Japón y la zona del euro y comenzar a moderarse la demanda interna en Estados Unidos. Alemania en concreto resurgió con inesperado vigor tras un largo letargo. Con todo, a medida que discurría el período examinado empezó a temerse que la economía estadounidense pudiera desacelerarse en exceso, lo que podría afectar al crecimiento en otros países. El gasto de consumo en Estados Unidos comenzó a flaquear, si bien tras haber registrado un crecimiento muy rápido. Aunque era de esperar cierta deceleración, es probable que también influyera el hecho de que la renta y el empleo no crecieran a ese ritmo y que gran parte del consumo se financiara con deuda y menor ahorro interno. En este sentido,

resultaba especialmente preocupante la posible relación de lo anterior con el ciclo del sector inmobiliario residencial en Estados Unidos, que comenzó a desacelerarse con fuerza a principios de 2006.

A lo largo del último año, la construcción de nuevas viviendas en Estados Unidos cayó en picada, al tiempo que el número de viviendas sin vender crecía más rápido que las ventas, hasta niveles no registrados desde comienzos de los años 70. Por más que aún no se haya dejado sentir de lleno en el empleo del sector de la construcción, la marcada desaceleración simultánea de los precios de la vivienda ya ha comenzado a tener efectos. La capacidad de los consumidores para utilizar la revalorización de su vivienda como garantía para mantener mayor endeudamiento y gasto ha disminuido claramente. Con ello, algunos prestatarios con calificaciones de crédito con riesgo de insolvencia tuvieron que recurrir a fórmulas similares de refinanciación para poder afrontar el servicio de su deuda hipotecaria. Al no poder optar por esta vía muchos de ellos podrían perder sus hogares, con lo que el número de viviendas en venta podría incrementarse aún más. Afortunadamente, hasta la fecha no hay pruebas concluyentes de que estas circunstancias hayan mermado la confianza del consumidor estadounidense en general, si bien empiezan ya a aplicarse condiciones más restrictivas en la concesión de crédito al consumo.

Aunque se confiaba en que la inversión empresarial en Estados Unidos compensaría el lastre asociado al mercado inmobiliario, lo cierto es que la inversión se contrajo a finales de 2006, y para sorpresa de muchos, pues la utilización de la capacidad productiva iba en aumento, los beneficios del sector empresarial estadounidense eran muy elevados y las condiciones de financiación seguían siendo favorables. Más aún, en otros países industrializados avanzados como Alemania y Japón se apreciaron señales de recuperación de la inversión y de la confianza en el ámbito empresarial, pero aún no de la confianza de los consumidores y su nivel de gasto. Ahora bien, la inversión debe fundarse en expectativas sobre la tasa de rendimiento y en este sentido las perspectivas quizás fueran menos alentadoras. Los incrementos de productividad en Estados Unidos menguaron en 2006, los incrementos salariales fueron a más y el crecimiento de los beneficios en sectores distintos del financiero se desaceleró con rapidez. De cara al futuro, el temor a que se debilite la demanda de consumo en Estados Unidos, justo cuando se completan muchos de los recientes grandes proyectos de inversión en China, también podría haber reducido las expectativas de beneficio. Y tal vez no sólo en Estados Unidos.

Sin lugar a dudas, la creciente influencia de China y la India a nivel mundial es cada vez más notoria. En China, el gasto de inversión, en gran parte orientado hacia las exportaciones, representó el año pasado casi el 45% de su PIB. Además, las empresas chinas siguieron su rápido ascenso por la cadena de valor y ya están expandiéndose hacia áreas del sector servicios que antes se consideraban no comerciables. La India también extendió su sector exportador el año pasado, dando muestras de intensificar su participación en el sector de manufacturas como complemento al de servicios de TI por el que ya es de sobra conocida. Tanto las empresas chinas como indias han

comenzado a realizar sustanciales inversiones directas en sociedades en el extranjero, al parecer en el caso de China con la intención de asegurarse el suministro sostenible de materias primas en el futuro.

El rápido incremento de la productividad en China permitió un fuerte crecimiento tanto de los salarios como de los beneficios en términos agregados, sin mermar con ello la competitividad, si bien persistía la preocupación porque los mayores ingresos salariales no se reflejaban en mayor consumo. El hecho de que los beneficios parecieran estar cada vez más concentrados mientras el crecimiento de la inversión era muy disperso también hizo temer un exceso de capacidad instalada y una mayor dependencia de las exportaciones en caso de que flaqueara la inversión interna. A lo largo del año, el Gobierno chino adoptó medidas administrativas y monetarias para enfriar la economía, pero las expectativas de crecimiento han seguido revisándose al alza. En la India, aunque también se endureció la política monetaria, la economía no ha dejado de crecer a un ritmo muy intenso.

En este contexto, la inflación general siguió moderándose en todo el mundo a lo largo del ejercicio, aunque para ello fue determinante la remisión de las subidas previas en los precios de la energía. La inflación subyacente en China, Japón y algunos países de Europa continental fue relativamente baja y estable, mientras que en varias economías de mercado emergentes de Asia y América Latina los niveles fueron altos o crecientes. Hubo quien apreció también una indeseada deriva al alza, bien que leve, en Estados Unidos. Sin embargo, en aquellos países donde las encuestas o los mercados financieros proporcionan información sobre las expectativas de inflación a largo plazo, inclusive Estados Unidos, éstas permanecieron estables. Tampoco hubo evidencia de que comenzara a revertirse la tendencia observada en los últimos años a un descenso de la volatilidad de la inflación y del efecto que en ella tienen las perturbaciones inflacionistas originadas en aumentos de costes.

Aun así, fue bastante sorprendente que la inflación se mantuviera estable en los países industrializados pese a las pruebas de menor holgura de la capacidad productiva a nivel mundial. A finales de 2006, numerosas autoridades japonesas consideraban que la economía estaba operando por encima de su potencial, las autoridades estadounidenses estimaban que su país ya había alcanzado ese nivel, y se esperaba que el conjunto de la zona del euro pronto lo alcanzaría, tras una pronunciada caída de la tasa de desempleo. Si bien los costos laborales unitarios crecientes en Estados Unidos y estables en muchos países europeos podrían considerarse acordes con esas circunstancias, la persistente flaqueza de los salarios en Alemania y Japón ha sido notable. Por último, conforme avanzaba el año aumentaban las dudas sobre si se estaba manteniendo el anterior impulso desinflacionario mundial procedente de las economías de mercado emergentes. Las autoridades chinas e indias aludieron a un recalentamiento de sus respectivas economías y —como se ha mencionado antes— adoptaron medidas concretas para remediarlo.

Los precios de las materias primas ayudaron a la continua moderación de las presiones inflacionarias, pero también la entorpecieron. El recorte de los

precios de la energía, tras las pronunciadas subidas de la primera mitad de 2006, sin duda contribuyó a moderar estas presiones; menos lo hicieron otras materias primas, cuyos precios continuaron muy altos en parte por el rápido aumento de los costos de exploración, extracción y procesamiento. Quizás ayudó aún menos el encarecimiento de toda una serie de productos agrícolas, debido hasta cierto punto a la sequía, pero también a iniciativas para diversificar las cosechas sustituyendo su uso alimentario por su uso para producir combustible.

Condiciones monetarias y financieras

En este contexto de fuerte crecimiento económico pero inflación aún baja y con expectativas estables, la política monetaria de los países industriales se endureció moderadamente. Las tasas de interés oficiales en Estados Unidos, que han ido subiendo a un ritmo mesurado desde principios de 2004, permanecieron sin cambios desde junio de 2006. En el periodo analizado, también se produjo una subida más sustancial de las tasas de interés oficiales por parte del Banco Central Europeo, aunque partiendo de un nivel bajo. Japón puso fin a su política de tasa de interés cero, pese a lo cual la tasa oficial aumentó sólo hasta el 0,5% en febrero. Las tasas de interés oficiales en términos reales (*ex post*) han aumentado en Estados Unidos y la zona del euro hasta rondar niveles compatibles con sus tasas estimadas de crecimiento potencial, mientras en Japón aún se hallan muy por debajo de este nivel.

No obstante, en base a otras variables, las condiciones monetarias y financieras generales continuaron siendo muy acomodaticias en los países industriales. El crecimiento del crédito en los países del G-3 alcanzó su máximo en torno al 10% a mediados de 2006, para sufrir después una ligera desaceleración. Las tasas de interés reales de largo plazo también subieron, pero mucho menos que las oficiales. De hecho, al final del periodo analizado, no superaban los niveles de mediados de 2004, cuando comenzó la fase restrictiva. Algunos analistas señalaron que la inversión de la curva de rendimientos había sido en el pasado un indicador fiable de recesión inminente. Sin embargo, otros avanzaron otra interpretación; en concreto, que el reciente descenso de las tasas de interés de largo plazo podría indicar en un grado inusual una disminución de las primas (de riesgo) por plazo, y no tanto una expectativa de tasas de interés de corto plazo más bajas en el futuro.

Este «enigma» en torno a la prima por plazo implícita en la tasa de rendimiento de los bonos a largo plazo podría en parte reflejar la influencia estimulante de las autoridades monetarias de todo el mundo y una clara predisposición tanto en el sector público como en el privado a asumir riesgo cambiario. Las tasas de interés oficiales relativamente bajas en muchos países industriales, en especial Suiza y Japón, contribuyeron a sostener en niveles altos los flujos de capital dirigidos hacia una serie de economías de mercado emergentes, así como hacia países industriales con tasas de rendimiento más altas. En operaciones directas de arbitraje de tasas de interés entre monedas («*carry trade*»), se tomaron en préstamo monedas poco rentables para invertir en otras de mayor rendimiento, aunque también en países cuyos activos o

cuya moneda tuvieran visos de revalorizarse o apreciarse. Otros tipos de flujos también sirvieron a dicho fin, sobre todo los flujos de salida a gran escala del sector ahorrista en Japón y el endeudamiento en divisas de los hogares para financiar hipotecas en Europa central y oriental. Aunque también se señaló como factor explicativo la mejora de los indicadores macroeconómicos —en concreto los superávits comerciales— en muchos de los países receptores, otros registraban un acusado deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos y en ocasiones también otros indicadores negativos.

Esta afluencia de capitales adoptó varias formas y contribuyó a la presión al alza sobre los precios de las acciones y de los activos inmobiliarios que ya ejercían unas condiciones monetarias nacionales relativamente expansivas. Para los países que ya habían experimentado crisis relacionadas con los flujos de capitales, especialmente en Asia, estos acontecimientos empezaron a despertar preocupación, pese al elevado nivel de las reservas y a los superávits registrados en general en las cuentas corrientes de las balanzas de pagos. Tal vez como consecuencia de las lecciones extraídas del pasado, hubo una predisposición mucho mayor a permitir que se apreciaran monedas que sufrían presiones al alza. En este sentido, Corea, Tailandia y Brasil son casos particularmente reseñables. En cualquier caso algunos países siguieron recurriendo masivamente a la intervención esterilizada, llegando a ser la variación de las reservas de divisas mundiales en 2006 el doble de la de 2005. Además, muchos países relajaron su política monetaria o bien se resistieron a endurecerla, por temor a atraer aún más capitales. En casos extremos, algunas economías de mercado emergentes optaron por medidas administrativas para reducir las entradas de capitales y aliviar con ello el problema de la esterilización, o bien para alentar la salida de capitales.

Esta conjunción de política monetaria relativamente acomodaticia y elevado apetito por la inversión de cartera (compra de deuda de economías de mercado emergentes por el sector privado y compras aún mayores por gestores de reservas de bonos emitidos por las principales economías industriales) parece haber deprimido las primas por plazo en todas partes. A esto hay que añadir la influencia en los países industriales de otro factor: los fondos de pensiones y las aseguradoras con compromisos a largo plazo, que han estado comprando mayores volúmenes de deuda a largo plazo con el fin de «inmunizarse» frente a posibles variaciones de las tasas de interés y de las valoraciones. Aunque es imposible estimar la importancia relativa de cada uno de estos factores sobre las primas por riesgo de largo plazo, ambas fuerzas presionan a la baja.

Las tasas de interés libres de riesgo relativamente bajas del último año reforzaron indudablemente la opinión generalizada de que existía una amplia disponibilidad de liquidez a nivel mundial, es decir, que el crédito no sólo era barato, sino que los requisitos de acceso a él también se habían relajado. Ahora bien, ciertos cambios institucionales en el sector financiero también contribuyeron a esta mayor disponibilidad de crédito, tanto real como percibida. En efecto, los cambios de regulación y tecnológicos han ampliado las posibilidades, al tiempo que los cambios de actitud han modificado los deseos de los inversionistas.

Los ejemplos de nuevas prácticas son abundantes, en especial en el área del crédito a los hogares. Los créditos hipotecarios se han concedido en condiciones más favorables para el prestatario en prácticamente todo el mundo, y ello gracias a la desregulación en muchos países y a la universalización de las técnicas de puntuación para calificar a los prestatarios hipotecarios («*scoring*») en las que Estados Unidos fue pionero. De hecho, en ese y otros países, tanto el crédito hipotecario como al consumo están ahora al alcance de muchos que antes no tenían acceso a ellos. Hasta bien avanzado el periodo revisado, esta circunstancia se consideró ventajosa por favorecer el régimen de vivienda en propiedad, pero, como ya se apuntó, en estos últimos meses ha comenzado a asomar la otra cara de la moneda.

En vista de la evolución del sector financiero a lo largo del año, las entidades supervisoras instaron reiteradamente a los bancos de inversión a imponer condiciones más restrictivas en la concesión de crédito a sus clientes, sobre todo en el caso de los *hedge funds* y las sociedades no cotizadas de capital inversión (*private equity firms*), y a realizar un seguimiento más activo del riesgo de contraparte. Según avanzaba el año, los propios *hedge funds* fueron involucrándose más en la financiación de empresas de alto riesgo a través de la compra de bonos de titulización de deuda (CDO), préstamos apalancados y derivados financieros de alto riesgo. También se batieron récords en el número de fusiones y adquisiciones, impulsadas como nunca antes por empresas de capital inversión, lo que garantizó una creciente oferta de los activos más demandados. Un posible factor motivador de toda esta actividad fue la impresión de que los riesgos implícitos habían disminuido realmente, habida cuenta del entorno macroeconómico más benigno. Pero un segundo factor parece haber sido la creciente propensión de prácticamente todos los inversionistas, incluidos los fondos de pensiones y de inversión colectiva, a asumir mayores riesgos con el fin de incrementar la rentabilidad.

¿Por qué este apetito por el riesgo? La primera razón es obvia: las tasas de interés libres de riesgo relativamente bajas alentaron ese comportamiento, sobre todo entre los inversionistas obligados por razones institucionales a obtener altas rentabilidades. Una segunda razón fue el incremento de la competencia entre los proveedores de financiación. Por ejemplo, las tasas de rentabilidad de los *hedge funds* disminuyeron el pasado año y algunos tuvieron que liquidarse, lo que forzó a los supervivientes a adoptar un comportamiento más agresivo. De hecho, ese mismo factor se adujo en el caso de bancos muy rentables, cuyo comportamiento competitivo obedeció al temor a que otros bancos pudieran dar la impresión de estar obteniendo mejores resultados. En tercer lugar, y tal vez el factor más importante, cada vez son más los proveedores de financiación que siguen un modelo de negocio consistente en promover operaciones crediticias y a continuación transferir el riesgo a través de la titulización o de los mercados de derivados financieros. Es evidente que esto plantea un serio problema principal-agente, pues ¿qué ocurre si los promotores de estas operaciones ya no se sienten obligados a actuar con la debida diligencia y los compradores finales no cuentan con la aptitud o la información necesarias para gestionar los riesgos que conllevan los complejos instrumentos que adquieren?

Las implicaciones para los precios de los activos fueron similares a las de años anteriores, es decir, siguieron revalorizándose en general, continuando así la tendencia alcista que se iniciara a mediados de 2003 cuando las tasas de interés oficiales en los principales países industriales se encontraban en niveles mínimos. La vivienda se encareció significativamente en la mayoría de los países, las bolsas mundiales batieron récords, los diferenciales sobre instrumentos financieros con un riesgo asociado relativamente alto —incluida cierta deuda soberana— se mantuvieron en mínimos históricos, y los mercados de colección de vinos, sellos y obras de arte alcanzaron niveles inusitados. En claro contraste con lo anterior, el acceso a la liquidez a través de opciones de compra o venta de instrumentos de varios tipos siguió siendo muy asequible.

Pese a estos resultados en general positivos, durante el transcurso del período se apreciaron señales de que podría avvicinarse un cambio en el ciclo crediticio. Los precios de la mayoría de los activos financieros sufrieron una intensa corrección en abril y mayo de 2006, para recuperarse rápidamente después. A finales de febrero de 2007 se produjo otro episodio de turbulencias, de menor intensidad, que fue igualmente seguido de una recuperación. Aun así, la creciente preocupación en torno a las perspectivas del mercado estadounidense de la vivienda y a la economía en general llevó a considerar eventuales consecuencias de orden financiero. En la Conclusión de este Informe se exponen algunas reflexiones sobre las implicaciones que éstos y otros indicadores podrían augurar para la economía mundial.

Tipos de cambio, desequilibrios mundiales y gestión de reservas

El temor a que los mercados reaccionasen de forma desordenada ante los desajustes mundiales por cuenta corriente se alivió hasta cierto punto el año pasado gracias a la estabilización del déficit comercial de Estados Unidos en porcentaje del PIB, a un cierto reajuste del crecimiento de la demanda mundial, a la reanudación de la tendencia bajista en el cambio efectivo del dólar estadounidense y a la continua baja volatilidad de los principales tipos de cambio cruzados. Entre las principales divisas, el nuevo avance del euro también pareció contribuir al reajuste externo, por más que no complaciera plenamente a los directamente afectados.

Sin embargo, menos alentadores resultaron la persistencia del elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, el aumento de su deuda externa y el hecho de que el tipo de cambio efectivo del dólar en términos reales cerrase el año tan sólo cinco puntos porcentuales por debajo de la media de los últimos 30 años. Otro impedimento fue la continua depreciación del yen en términos efectivos, pese al abultado superávit en cuenta corriente de Japón y su volumen de reservas de divisas, estabilizadas en torno al billón de dólares. Entre las monedas que apenas se apreciaron o que incluso se depreciaron en términos efectivos se cuentan las de algunos de los principales países productores de petróleo y China, aunque el renmimbi de hecho aumentó su ritmo de apreciación frente al dólar estadounidense. Dado que estos países también registraban superávits comerciales importantes y a

veces incluso crecientes, esta circunstancia tampoco favoreció una reducción de los desajustes en los balances comerciales a nivel mundial.

Otra fuente de preocupación incipiente relacionada con los principales tipos de cambio cruzados fue la posibilidad de que los mayores tenedores de reservas de divisas pudieran modificar sus políticas de gestión de activos. Al seguir aumentando las reservas por encima de los niveles que serían necesarios con fines de liquidez, las autoridades de distintos países anunciaron cambios institucionales para procurar mayor rentabilidad, aun a costa de asumir más riesgo. Aunque estas medidas podrían afectar al precio de varias categorías de activos de cara al futuro, prolongando de hecho la actual fase de pujanza del ciclo crediticio, sus efectos sobre el valor de las monedas están menos claros. El razonamiento subyacente a esta cuestión se discute en el capítulo de Conclusión.

En cualquier caso, la constitución de los llamados «fondos patrimoniales» por parte de varios países estuvo acompañada de declaraciones tranquilizadoras, en el sentido de que los riesgos seguirían gestionándose con sumo cuidado. Tal vez incluso más importante fuera la insinuación de que los responsables de gestionar los crecientes volúmenes de reservas internacionales seguirían teniendo muy presentes sus implicaciones más amplias para el adecuado funcionamiento del sistema financiero internacional. A juzgar por el pasado, no sólo es importante sino también deseable que acreedores y deudores tomen mayor conciencia de hasta qué punto sus fortunas están ahora ligadas.

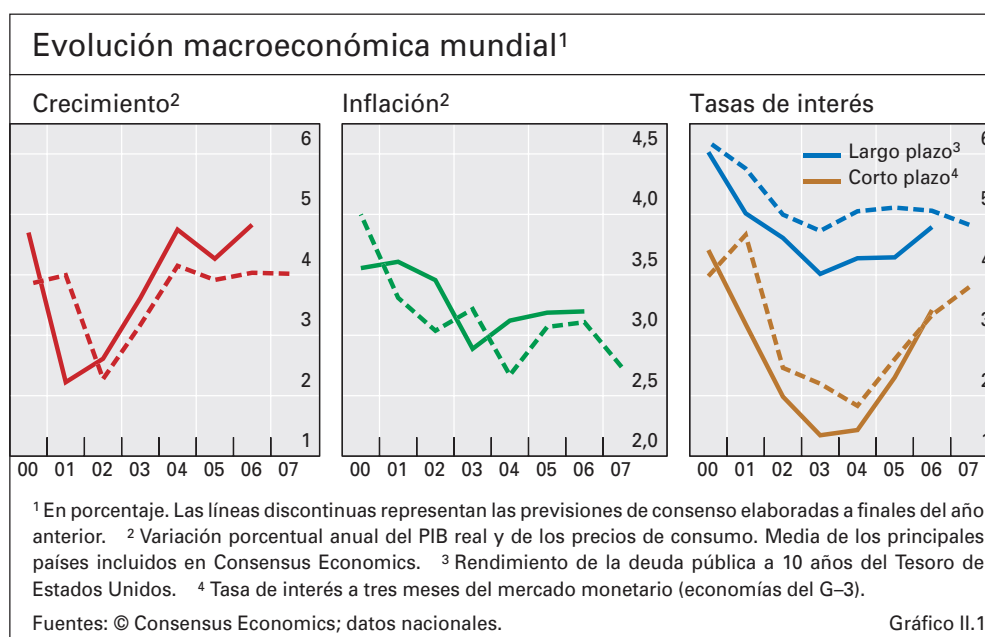
II. La economía mundial

Aspectos más destacados

La fortaleza de la economía mundial sorprendió nuevamente en 2006 (véase el Gráfico II.1), gracias al aguante del consumo en Estados Unidos, que se mantuvo pese al debilitamiento del mercado de la vivienda, a la expansión generalizada en otros países industriales avanzados y a la continuidad del rápido crecimiento en las economías de mercado emergentes. La inflación permaneció contenida, con un retroceso del índice general en el segundo semestre. No obstante, persistieron presiones inflacionistas subyacentes en un entorno de tasas elevadas o crecientes de utilización de los factores productivos en las principales economías.

Las previsiones de consenso para 2007 apuntan a una expansión económica generalizada, relajación de las presiones inflacionistas y reducción gradual de los desequilibrios por cuenta corriente. Este escenario se sustenta en la creciente evidencia de una recuperación de corte clásico en la zona del euro y en Japón, en la que las exportaciones fomentan mayores niveles de inversión y, por ende, de empleo y consumo. Otra señal alentadora es el vigor mostrado por la demanda interna en las principales economías de mercado emergentes.

No obstante, este escenario base sigue sujeto a importantes riesgos a corto plazo. Los efectos de la desaceleración del mercado de la vivienda estadounidense podrían no haberse puesto aún plenamente de manifiesto. Es cierto que Europa y Asia parecen depender menos del crecimiento de Estados Unidos que hace algunos años, pero aun así existen incógnitas sobre la



fortaleza del consumo en estas regiones y en los países industriales avanzados en general. Al mismo tiempo, no está claro que las presiones inflacionistas se hayan contenido. Las condiciones de financiación, que han seguido alentando el crecimiento, también podrían endurecerse a la larga, especialmente si se percibiese un aumento de los riesgos inflacionistas.

Examen de la economía mundial

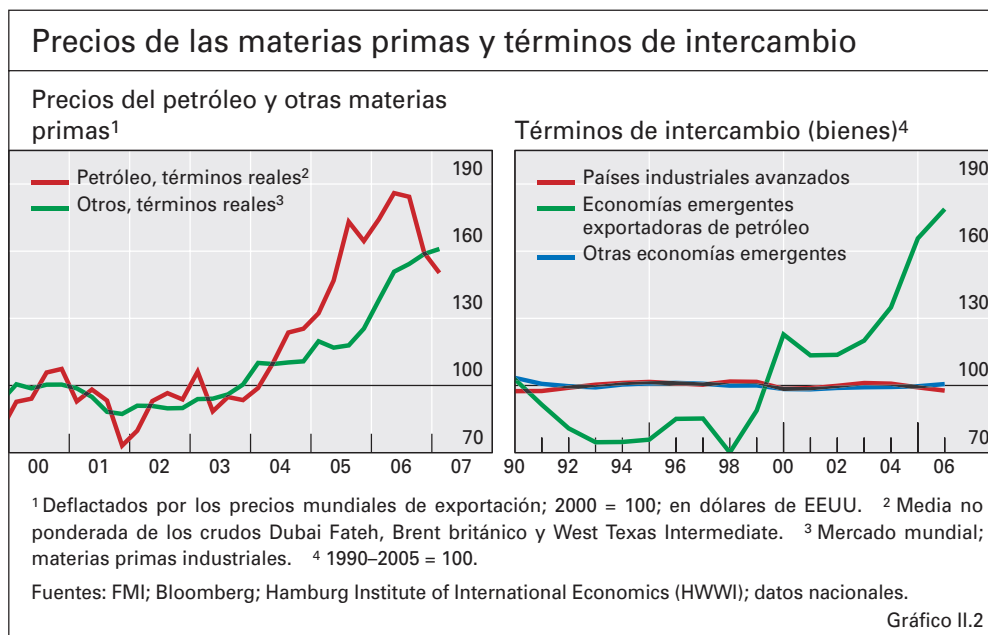
Situación general

En 2006 la economía mundial disfrutó nuevamente de una combinación de crecimiento intenso e inflación moderada. El producto mundial total creció a una tasa del 5,5%, superando el 4% por cuarto año consecutivo. El dinamismo de la economía fue más generalizado que en años precedentes. Prácticamente todos los países industriales avanzados crecieron a sus tasas tendenciales o las superaron, mientras las principales economías de mercado emergentes de Asia y América Latina registraron una fuerte expansión. En comparación con el año 2005, los países exportadores de materias primas se beneficiaron en 2006 de una mejora de los términos de intercambio. Los precios del petróleo disminuyeron a finales de año, mientras que otras muchas materias primas registraron un encarecimiento adicional (véase el Gráfico II.2). No obstante, el vigor de la expansión económica no fue óbice para que la inflación mundial, medida a partir de los precios de consumo, se mantuviera contenida.

Se mantuvo el intenso crecimiento y la inflación moderada

Los riesgos macroeconómicos variaron en el transcurso del año. En el primer semestre de 2006, el intenso crecimiento hizo temer que la economía mundial pudiera estar acercándose a un «límite de velocidad». El petróleo se encareció más de un 35% en dólares entre febrero y agosto, en un entorno de sostenido vigor del crecimiento de la demanda. Asimismo, los indicios de desaparición de la holgura productiva en las principales economías hicieron temer un posible recalentamiento. Las expectativas de inflación a largo plazo

Los riesgos pasaron del recalentamiento...



La actual expansión mundial en perspectiva				
En porcentaje y en puntos porcentuales				
	Actual		Previa	
	2003–06 ¹	2006	1994–97 ¹	1997
Crecimiento del PIB mundial	4,9	5,4	4,0	4,2
Contribución al crecimiento del PIB mundial ²				
Países industriales avanzados	1,3	1,5	1,7	1,8
Estados Unidos	0,7	0,7	0,8	0,9
Economías emergentes	3,6	3,9	2,3	2,4
China	1,4	1,5	0,9	0,9
Contribución al crecimiento del PIB de economías industriales avanzadas ³				
Demanda de los hogares ⁴	67,4	52,2	60,2	51,0
Inversión en vivienda	7,4	0,2	4,1	0,4
Demanda de las empresas ⁵	24,3	31,5	29,9	35,3
Variación del precio petróleo en términos reales ^{6, 7}	93,8	14,1	10,5	1,0
Variación del precio de materias primas en términos reales ^{6, 8}	66,6	25,4	15,4	5,3
Tasas de interés reales ^{9, 10}				
A corto plazo (oficiales)	0,6	1,3	0,0	2,2
A largo plazo (deuda pública 10 años)	-0,7	1,9	1,1	3,6
Indicadores fiscales ^{9, 11}				
Posición financiera estructural ¹²	1,8	-1,9	2,4	-1,6
Deuda pública bruta ¹³	6,9	85,8	7,1	77,2
Crédito al sector privado ^{9, 13}	12,0	134,5	2,0	105,7

¹ En el caso del crecimiento del PIB y de la contribución al crecimiento del PIB, variación anual media; en el caso de otros indicadores, variación acumulada. ² En puntos porcentuales. ³ En porcentaje del crecimiento total del PIB. ⁴ Gasto de consumo privado final más formación bruta de capital fijo privado residencial. ⁵ Formación bruta de capital fijo privado no residencial. ⁶ Deflactados por los precios mundiales de exportación. ⁷ Media no ponderada de los crudos Dubai Fateh, Brent británico y West Texas Intermediate. ⁸ Mercado mundial; materias primas industriales, en términos de dólares de EEUU. ⁹ Media ponderada de Estados Unidos, la zona del euro y Japón, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2000. ¹⁰ Deflactados por el deflactor del consumo privado (Estados Unidos) o por el índice de precios de consumo (zona del euro y Japón). ¹¹ Administraciones Públicas. ¹² Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial. ¹³ En porcentaje del PIB.

Fuentes: FMI; OCDE; Bloomberg; HWWI; datos nacionales. Cuadro II.1

en los mercados financieros aumentaron transitoriamente en el primer semestre de 2006, sobre todo en Estados Unidos (véase el Capítulo IV), al tiempo que la volatilidad de los mercados financieros repuntó en mayo de forma abrupta, aunque breve (véase el Capítulo VI).

... a la debilidad del crecimiento

En el segundo semestre se hicieron más patentes los riesgos de un menor crecimiento económico ante las crecientes pruebas de desaceleración de la economía en Estados Unidos. Al mismo tiempo, los riesgos de inflación en el corto plazo se atenuaron al comenzar a descender los precios del petróleo. Tras haber sobrepasado los 75 dólares por barril en agosto, los precios al contado del crudo cedieron en torno a un 25% hacia finales de 2006. Esta disminución, junto con el concomitante descenso de los precios de la gasolina, incentivó el gasto de consumo en la última parte del año, particularmente en Estados Unidos.

La expansión de los cuatro últimos años contrasta en diversos aspectos con la registrada entre 1994 y 1997, otro cuatrienio en el que la economía mundial creció a un ritmo cercano o superior a su tasa tendencial (véase el Cuadro II.1). En primer lugar, las economías de mercado emergentes, sobre todo las asiáticas, han aportado al crecimiento mundial 1,25 puntos porcentuales más que hace una década, un dato que en buena medida se explica por el dinamismo de la economía china. Con todo, y desde una óptica más general, las reformas de calado introducidas parecen haber dinamizado el crecimiento en un gran número de economías de mercado emergentes (véase el Capítulo III). En segundo lugar, pese a los incrementos relativamente moderados de las rentas reales en los países industriales avanzados, la demanda de los hogares ha contribuido al crecimiento en estas economías en una proporción mayor (y el gasto empresarial, en una menor) que en la etapa de expansión anterior.

La actual expansión difiere de las anteriores

En tercer lugar, las condiciones de financiación han resultado mucho más alentadoras que hace una década. Las tasas de interés reales a largo plazo no han subido pese a la fortaleza del crecimiento mundial y a la progresiva eliminación desde 2004 de las políticas monetarias acomodaticias. Las reducidas tasas de interés han estimulado los precios de los activos financieros y reales en todo el mundo (véase el Capítulo VI), coincidiendo con una rápida expansión del crédito y una mayor profundización financiera (véase el Capítulo VII). En consecuencia, los cocientes de crédito sobre PIB han alcanzado, en conjunto, nuevos máximos históricos. Por último, los déficits presupuestarios estructurales han disminuido durante la actual expansión, pero en menor medida que a mediados de la década de los 90.

En particular, las condiciones de financiación han continuado relajadas

Mercado cambio en la actividad económica mundial

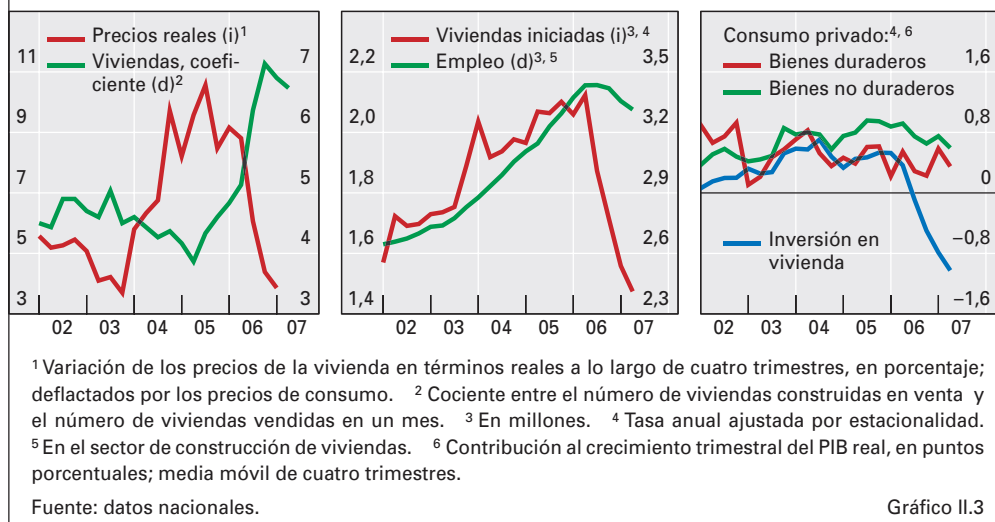
Los motores de la expansión mundial cambiaron en 2006. El crecimiento del producto se desaceleró en Estados Unidos desde una tasa anual superior al 4% en los dos primeros trimestres del año hasta situarse alrededor del 2% en el segundo semestre y en el 1,25% en el primer trimestre de 2007. Mientras tanto, el crecimiento de la demanda aumentó o se mantuvo firme en la mayoría de las restantes economías avanzadas, como la zona del euro, Japón, el Reino Unido y Canadá. El crecimiento de la demanda interna también continuó desempeñando una función importante en las principales economías de mercado emergentes de Asia, Europa central y oriental y América Latina (véase el Capítulo III).

Los motores del crecimiento mundial cambiaron en 2006

El menor crecimiento en Estados Unidos se explica principalmente por la brusca desaceleración de la actividad en el mercado de la vivienda. El número de viviendas iniciadas cayó un 35% en 2006, mientras se elevaba el parque de viviendas en venta (véase el Gráfico II.3). La inversión inmobiliaria residencial, que había aportado al crecimiento del PIB en torno a 0,5 puntos porcentuales en 2005, restó en promedio más de 1 punto porcentual, en tasa anual, durante el segundo semestre de 2006. Con todo, la economía estadounidense continuó creciendo a un ritmo moderado, dado que el consumo apenas pareció verse afectado por la desaceleración del sector residencial.

La corrección del mercado de la vivienda en EEUU...

Anatomía de la desaceleración del mercado de la vivienda en EEUU



... por ahora poco marcada en comparación con el pasado...

Aunque el actual deterioro del mercado de la vivienda estadounidense ha sido notable, todavía parece poco marcado si se compara con la corrección previa de comienzos de los años 90. Tanto el número de viviendas iniciadas como la cifra de venta de vivienda nueva han descendido hasta ahora aproximadamente un 40%, frente a sendas caídas del 60% y 55% durante el ciclo anterior. De hecho, ambos indicadores siguieron rondando sus valores medios de largo plazo en el primer trimestre de 2007. El parque de vivienda nueva en venta pareció haber tocado techo, aunque la cifra continuó siendo elevada en comparación con el pasado.

... y atenuada por la apreciación de los activos

El continuo crecimiento de la renta y de la riqueza de los hogares limitó los efectos de la corrección del mercado inmobiliario residencial sobre el consumo en Estados Unidos. Expresados en términos reales, los precios de la vivienda cayeron en algunas de las regiones que antes habían registrado subidas particularmente acusadas, aunque a escala nacional los precios simplemente se estabilizaron. Al mismo tiempo, los activos financieros de los hogares siguieron revalorizándose con fuerza (véase un análisis más adelante). Quizá más importante fuese el que la tasa de desempleo permaneciera reducida y que incluso se mantuviera estable en el sector de la construcción residencial, que representa un 2,5% del empleo total en la economía estadounidense. De hecho, este nivel resulta notablemente elevado en relación con la cifra actual de viviendas iniciadas.

Indicios de recuperación clásica en la zona del euro

En el segundo semestre del pasado año, el crecimiento en la zona del euro fue superior al de Estados Unidos por vez primera desde 2002. La expansión parece haber seguido el patrón clásico de aumento inicial de las exportaciones, posterior auge de la inversión empresarial y del empleo y, por último, recuperación del consumo privado, aunque moderada. La tasa de desempleo cayó por debajo de los niveles observados en 2001, en la cima del ciclo anterior. La creación de empleo fue particularmente intensa en Alemania, con una caída de la tasa de desempleo de casi 1,5 puntos porcentuales en 2006. La recuperación de la economía alemana fomentó asimismo el crecimiento de sus principales socios comerciales europeos.

La economía japonesa sostuvo su ritmo de crecimiento pausado, aunque el patrón de crecimiento de la demanda siguió siendo un tanto desequilibrado. La inversión empresarial mantuvo su vigor, especialmente en los sectores orientados a la exportación, que se vieron respaldados por el intenso crecimiento de China y la debilidad del yen (véase el Capítulo V). El consumo siguió creciendo con solidez, aunque perdió parte de su vigor en el segundo semestre de 2006, pese a la reducida tasa de desempleo para esta fase del ciclo.

Continuó el crecimiento moderado en Japón

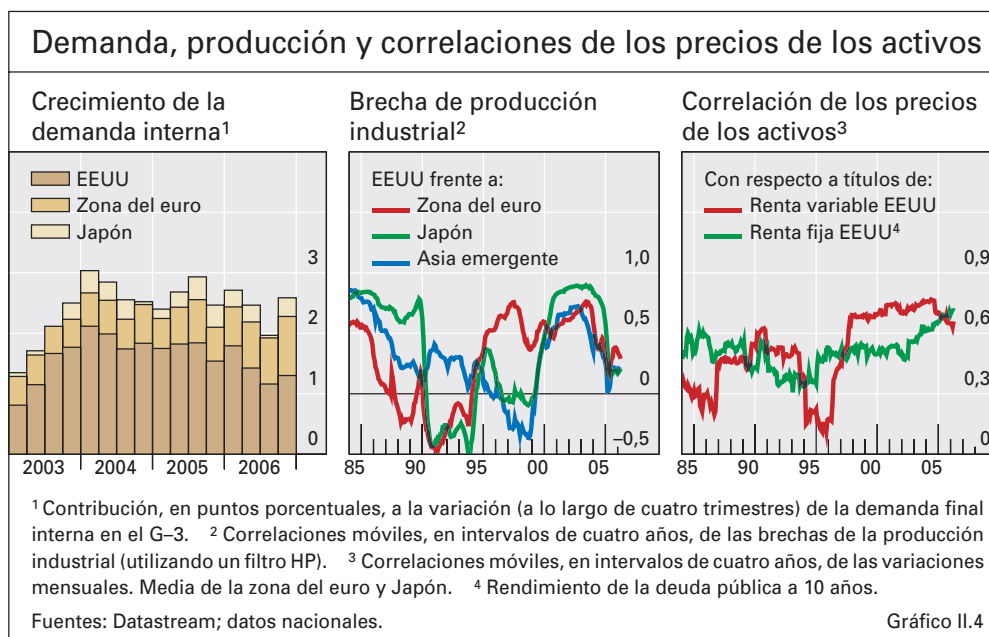
¿Se ha desacoplado el resto del mundo del crecimiento estadounidense?

Como resultado de estas tendencias, la contribución estadounidense a la expansión económica mundial disminuyó conforme avanzaba el año 2006. Mientras la demanda interna agregada de los países del G-3 continuó creciendo a una tasa cercana al 2,5%, la participación de Estados Unidos en esta cifra rondó únicamente el 50% en el segundo semestre de 2006, frente a una media del 70% en los tres años precedentes (véase el Gráfico II.4). Con todo, la desaceleración del crecimiento de la demanda interna estadounidense se circunscribió principalmente a los bienes no comerciables, ya que sus importaciones de bienes y servicios en términos reales continuaron creciendo en ese mismo período. Esta evolución, combinada con una demanda más sólida en otras áreas económicas, particularmente en Europa, contribuyó a sostener el fuerte crecimiento de las exportaciones de las principales economías de mercado emergentes. A comienzos de 2007, el valor de las exportaciones chinas a Europa rebasó, por vez primera, al de las dirigidas a Norteamérica.

La aparente reducción de la dependencia respecto del crecimiento de EEUU...

Ciertas tendencias observadas sugieren que la economía mundial podría haberse vuelto un tanto menos dependiente del ciclo económico de Estados Unidos que durante la última recesión en ese país en 2001. En los últimos años, la producción industrial en las principales áreas económicas ha mostrado una sincronía mucho menor con la de Estados Unidos que la

... parece reflejar el carácter distintivo del actual ciclo...



registrada a principios de la presente década. Esto se explica en parte por el hecho de que el ciclo previo, a diferencia de la actual expansión, obedeció al auge y posterior desplome mundiales del sector de bienes relacionados con la tecnología informática (TI), dando lugar a un estrecho paralelismo en la producción de estos bienes en las distintas regiones.

... con cambios en los patrones comerciales...

Por otra parte, en los últimos años se ha producido una mayor diversificación regional de las relaciones comerciales. Mientras que la apertura de las economías ha tendido a aumentar, la proporción de las exportaciones de las principales áreas económicas hacia Estados Unidos disminuyó entre 2001 y 2006 (con la notable excepción de China). El auge de las economías emergentes y el creciente comercio intrarregional han reducido desde 2001 esta exposición comercial directa —y quizás también la indirecta— a la economía estadounidense (véase el Cuadro II.2). Gran parte de la variación registrada en las exposiciones comerciales, por ejemplo en el caso de Japón y las economías asiáticas emergentes y América Latina, guarda relación con la integración de China en el mercado mundial (véase el Capítulo III).

... y el posible desacoplamiento de la confianza empresarial

Un indicio más reciente de que dicha dependencia con respecto al ciclo económico estadounidense podría haberse reducido es el continuo optimismo del sector empresarial de la zona del euro y de otras importantes economías a finales de 2006 y comienzos de 2007. Este desacoplamiento de la confianza anticipa buenas perspectivas a corto plazo, dado que este indicador suele estar correlacionado con la inversión empresarial.

Con todo, los vínculos a través de la actividad empresarial...

Con todo, persiste la incertidumbre sobre cómo podría afectar una debilidad más generalizada o prolongada de la economía estadounidense a la confianza empresarial entre las multinacionales. Por ejemplo, las empresas alemanas incluidas en el índice bursátil DAX generan alrededor del 70% de sus ingresos en el exterior de Alemania, de modo que un menor crecimiento en Estados Unidos podría repercutir de forma notable sobre sus expectativas de resultados y sus decisiones de inversión. Los vínculos comerciales mundiales acentúan cada vez más la potencial importancia de estos efectos, básicamente por la mayor integración internacional de los procesos productivos.

Exposición comercial frente a Estados Unidos								
	Exposición directa ¹		Exposición indirecta ²		Pro memoria: apertura comercial			
					Exportaciones/PIB ³		Importaciones/PIB ³	
	2006	2001	2006	2001	2006	2001	2006	2001
Canadá y México	81,2	87,9	4,0	2,5	31	32	29	29
Europa	7,6	9,1	7,7	9,5	31	28	31	27
Japón	22,7	30,4	10,6	11,0	14	9	12	8
China	21,0	20,4	10,1	14,5	37	23	30	21
Otros países de Asia ⁴	13,5	19,2	12,4	14,0	44	41	42	39
América Latina ⁵	26,2	30,5	10,6	10,2	19	14	12	13

¹ Porcentaje de las exportaciones a Estados Unidos con respecto a la cifra total de exportaciones. ² Exposición a través de las exportaciones a países distintos de Estados Unidos, calculada multiplicando la suma de los porcentajes de exportación de esos países por sus porcentajes de exportación directa a Estados Unidos. ³ En porcentaje. ⁴ Excluida China. ⁵ Excluido México.

Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro II.2

Evolución fiscal reciente y proyecciones a medio plazo ¹										
	Posición financiera			Posición estructural ²			Deuda pública bruta		Cambio en la posición fiscal a medio plazo ³	
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2006	2007	Posición financiera	Deuda pública bruta
Estados Unidos	-3,7	-2,3	-2,7	-3,6	-2,5	-2,8	62	62	1,0	1
Zona del euro	-2,4	-1,6	-1,0	-1,5	-1,0	-0,8	76	74	0,9	8
Alemania	-3,2	-1,7	-0,7	-1,9	-1,1	-0,8	71	69	0,4	2
España	1,1	1,8	1,5	1,3	1,9	1,5	47	43	-0,6	5
Francia	-3,0	-2,6	-2,3	-2,0	-1,7	-1,7	75	74	1,5	6
Italia	-4,3	-4,5	-2,5	-3,2	-3,4	-2,0	120	119	2,1	4
Japón	-6,4	-2,4	-2,7	-5,9	-2,2	-2,7	179	179	1,6	7
Reino Unido	-3,3	-2,9	-2,7	-3,3	-2,8	-2,6	47	47	0,9	0
Canadá	1,4	0,8	0,8	1,3	0,7	0,8	68	67	0,0	22
Australia	1,4	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	16	15	-0,5	5 ⁴

¹ Administraciones Públicas; en porcentaje del PIB. ² Posición financiera ajustada por el ciclo, en porcentaje del PIB potencial. ³ Variación, en puntos porcentuales, entre 2006 y 2012 (2011 para Australia; 2008 para España). Una cifra positiva indica respectivamente una reducción del déficit/aumento del superávit y una reducción de la deuda bruta. ⁴ Deuda neta.

Fuentes: Comisión Europea; FMI; OCDE. Cuadro II.3

Un motivo para la cautela muy ligado a lo anterior reside en los vínculos financieros con Estados Unidos. La exposición de los restantes países a una desaceleración de la economía estadounidense, plasmada en sus tenencias de activos estadounidenses, se ha disparado en los últimos años. Los pasivos exteriores estadounidenses han crecido en más de 4 billones de dólares entre 2001 y 2005. La cartera de deuda ha crecido con notable rapidez desde 2001, pasando del 28% a aproximadamente el 34% de los pasivos exteriores estadounidenses. Además, la estrecha correlación en la evolución de los precios de los activos podría provocar que una corrección en los mercados financieros de Estados Unidos se propagase más allá de los tenedores de activos estadounidenses. En este sentido, los rendimientos de los mercados de renta variable de todo el mundo suelen mostrar una alta correlación con los de Estados Unidos. Las correlaciones entre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo estadounidense y sus equivalentes europeos son también elevadas y han aumentado durante el periodo de auge de los precios de los activos y de la producción registrado desde mediados de 2003. Además, la correlación internacional entre los precios de los activos suele incluso aumentar cuando se producen correcciones en los mercados.

... y de los mercados financieros permanecieron estrechos

Mejora de los resultados fiscales estructurales

La situación fiscal de los países industriales avanzados por fin dio muestras de mejora en 2006. El déficit público estructural, que trata de extraer del déficit total su componente cíclico, disminuyó en Estados Unidos (en más de 1 punto porcentual del PIB), Alemania (0,75 puntos porcentuales) y Japón (3,75 puntos porcentuales, principalmente como consecuencia de cambios extraordinarios en las transferencias de capital) y únicamente

Los déficits estructurales disminuyeron en 2006...

creció levemente en Italia (véase el Cuadro II.3). En Estados Unidos y Alemania, la variación del déficit total fue incluso mayor, con sendos descensos superiores a 1,5 puntos porcentuales. Aunque en la mayoría de los países la mejora de los resultados fiscales obedeció a recaudaciones impositivas inusualmente elevadas, la contención del gasto también tuvo un papel destacado en Alemania y Japón.

... y continuaron mejorando con moderación a comienzos de 2007...

Los datos recientes sugieren asimismo una mejora sostenida de los resultados fiscales a comienzos de 2007. En Estados Unidos se prevé un descenso del déficit presupuestario federal hasta situarse en el 1,6% del PIB en el ejercicio fiscal de 2007, en torno a 1 punto porcentual por debajo del déficit del conjunto de las Administraciones Públicas y el menor desde 2002. Dentro de la zona del euro, las proyecciones apuntan a que en 2007 los déficits se mantendrán o reducirán por debajo del límite del 3% del PIB en la mayoría de países inmersos en el procedimiento del déficit excesivo, incluida Italia, donde se espera un descenso del déficit presupuestario de 2 puntos porcentuales. Desde el comienzo de 2007, Alemania incrementó en 3 puntos porcentuales el tipo impositivo del IVA, con el propósito de reducir su déficit total para este año por debajo del 1% del PIB. En Japón, el proyecto del presupuesto para el año fiscal 2007/08 contempla una reducción del déficit primario próxima al 1% del PIB, como anticipo del plan para lograr un superávit primario en el presupuesto del Estado en el ejercicio fiscal 2011/12.

... aunque la consolidación fiscal duradera aún es un objetivo lejano

Con todo, la consolidación fiscal duradera sigue siendo un objetivo lejano en la mayoría de los países industriales avanzados. Los niveles de deuda pública son elevados en muchas de las principales economías y su reducción se prevé a paso de tortuga en el medio plazo. Especialmente preocupantes resultan los persistentemente altos niveles de deuda en Italia y Japón, pese a las bajas tasas de interés y, en el caso de Japón, el crecimiento de su economía por encima de su tendencia. De cara al futuro, los desafíos fiscales serán incluso mayores, conforme el envejecimiento de la población afecte a los presupuestos públicos y, quizá incluso con mayor intensidad, al comportamiento de los hogares en las próximas décadas (según se examina más adelante).

Las posiciones por cuenta corriente se estabilizaron, pero persistieron los desequilibrios subyacentes

Las balanzas por cuenta corriente se estabilizaron por el abaratamiento del petróleo...

Durante el pasado año, las balanzas por cuenta corriente se estabilizaron en líneas generales expresadas en porcentaje del PIB. En concreto, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos permaneció en torno al 6,5% del PIB (véase el Cuadro II.4), favorecido en buena medida por el abaratamiento de la energía hacia finales de 2006, como atestigua el descenso del déficit de la balanza comercial petrolera estadounidense en cerca de 20.000 millones de dólares en el cuarto trimestre. En el conjunto de 2006, el déficit por cuenta corriente de los países importadores de petróleo se mantuvo en torno al 1% del PIB, frente al aumento en un 0,5% del PIB en 2005. En consecuencia, los superávits de los países exportadores de petróleo crecieron menos que en el año anterior, permaneciendo su superávit conjunto por cuenta corriente básicamente constante en el 9,25% del PIB, cuando en 2005 se había incrementado en más de 3 puntos porcentuales.

Balanzas por cuenta corriente mundiales						
En miles de millones de dólares de EEUU						
	Media 1991-2002	2003	2004	2005	2006	Pro memoria: 2006 ¹
Estados Unidos	-202	-528	-665	-792	-857	-6,5
Zona del euro ²	15	36	97	8	-29	-0,3
Japón	106	136	173	166	172	3,9
Otros países industriales avanzados	1	54	56	64	63	1,1
China	16	46	69	161	239	9,1
Otras economías asiáticas emergentes	19	117	104	84	102	2,8
América Latina	-46	8	20	35	49	1,7
Europa central y oriental	-14	-36	-58	-63	-89	-6,7
Economías exportadoras de petróleo	12	139	234	402	472	9,3
Arabia Saudita	-5	28	52	87	96	27,4
Noruega	11	28	33	47	56	16,7
Rusia	14	35	59	83	96	9,8
Economías importadoras de petróleo	-114	-212	-275	-451	-490	-1,1
Avanzadas	-86	-339	-394	-626	-728	-2,2
Emergentes	-27	127	118	175	239	2,3

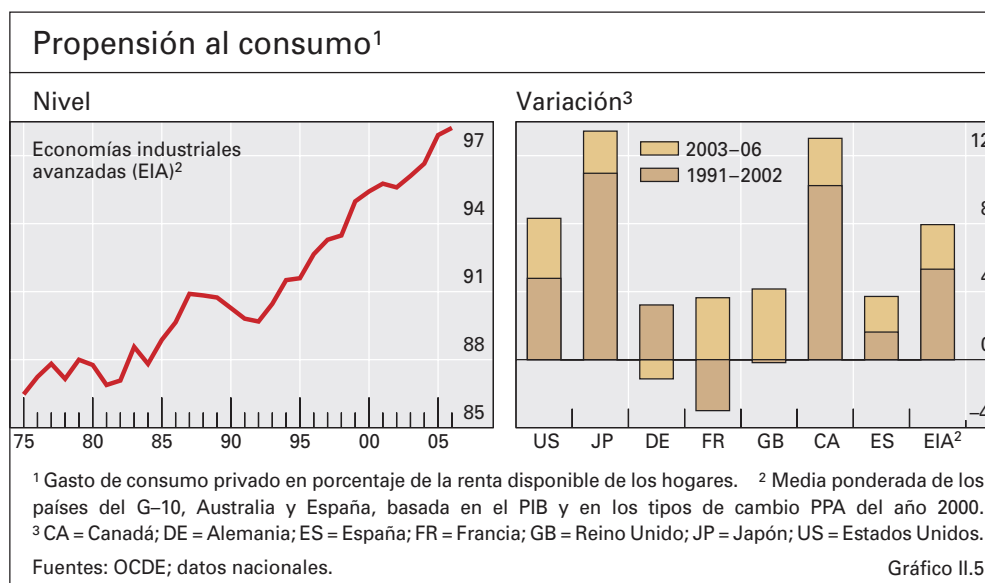
¹ En porcentaje del PIB. ² Suma de la balanza de cada país integrante de la zona del euro.
Fuentes: FMI; datos nacionales. Cuadro II.4

Otro factor que también evitó el aumento de los desequilibrios por cuenta corriente fue el mayor equilibrio de la expansión económica mundial. Las exportaciones de productos estadounidenses aumentaron más de un 10% en términos reales, la mayor tasa desde el año 2000, alentadas por el crecimiento más intenso de sus principales socios comerciales. La zona del euro registró un pequeño déficit por cuenta corriente, tras registrar su balanza prácticamente un equilibrio en 2005 y un superávit moderado en 2004. Las economías asiáticas emergentes (excluida China) y América Latina contabilizaron ligeros aumentos de sus superávits por cuenta corriente como porcentaje del PIB.

Las fluctuaciones de los tipos de cambio efectivos reales en 2006 parecen haber sido aún demasiado pequeñas como para reducir sustancialmente los desequilibrios externos. El dólar se depreció un 4% en términos efectivos reales, pero sigue cotizando apenas un 5% por debajo de su media de largo plazo (véase el Capítulo 5). De forma correspondiente, el euro se apreció alrededor de un 5%. Al mismo tiempo, sin embargo, el yen cedió un 6,5% y el superávit por cuenta corriente japonés aumentó hasta rozar el 4% del PIB. Además, los tipos de cambio de numerosos países asiáticos con superávits en sus cuentas corrientes se apreciaron sólo de forma moderada e incluso algunos llegaron a depreciarse. En concreto, la moneda china se depreció en torno a un 1% en términos efectivos reales. En este contexto, el superávit por cuenta corriente chino creció un 50%, situándose por encima del 9% del PIB.

... y el crecimiento más equilibrado

Moderación sostenida de las variaciones de los tipos de cambio efectivos reales



Persistencia de peculiares patrones de ahorro...

Por otra parte, parecen persistir los principales determinantes de los desajustes entre ahorro e inversión internos que subyacen a los desequilibrios en las balanzas de pagos. Al respecto, quizás lo más destacado fuese que la tasa de ahorro de los hogares en Estados Unidos siguió en territorio negativo en 2006. El moderado aumento de la tasa de ahorro nacional en ese país obedeció principalmente a la reducción del déficit público. Mientras tanto, las tasas de ahorro de las economías emergentes de Asia volvieron a situarse en cotas altas y, de hecho, en China parecen haberse mantenido en niveles récord durante el pasado año.

... e inversión

La inversión mundial mantuvo un patrón desigual. La menor inversión residencial en Estados Unidos contribuyó a una reducción de la brecha del ahorro nacional, magnitud que apenas registró cambios en otras economías avanzadas. El crecimiento de la inversión de las empresas estadounidenses sufrió una notable desaceleración conforme avanzaba el año; de hecho, la inversión fija no residencial descendió en el cuarto trimestre de 2006. La inversión empresarial creció en los países asiáticos emergentes, pero al igual que en años previos, se debió por completo al auge de la economía china, donde la inversión en términos del PIB alcanzó un nuevo máximo histórico. En otros países de la región, la inversión en maquinaria y bienes de equipo mantuvo su atonía.

Consumo de los hogares en los países industriales avanzados

La propensión al consumo...

Durante la actual expansión económica, el consumo de los hogares ha contribuido de forma extraordinaria al crecimiento del PIB en los países industriales avanzados, pese al moderado crecimiento de la renta familiar. El incremento anual medio de la renta real disponible de los hogares fue, en términos agregados, algo inferior al 2% en 2003-06, en comparación con cifras en torno al 2,5% durante la segunda mitad de la década de los 90 y al 3% entre 1975 y 1990. En cambio, el consumo creció a una tasa anual media cercana al 2,5% entre 2003 y 2006. En consecuencia, la proporción del

consumo sobre la renta disponible, que en numerosas economías avanzadas había mantenido una tendencia alcista desde comienzos de los años 90, alcanzó nuevos máximos en el periodo analizado (véase el Gráfico II.5).

En los últimos cuatro años, el aumento de la propensión al consumo y el concomitante descenso de la tasa de ahorro familiar han tenido lugar de forma generalizada, especialmente en Estados Unidos, pero también en otros países como Japón, el Reino Unido, Francia y España. En algunas economías, sobre todo en la estadounidense, el consumo ha sido superior a la renta disponible en los últimos años, dando lugar a tasas de ahorro familiar negativas. Alemania ha constituido una notable excepción a esta tendencia, ya que su propensión al consumo ha caído desde comienzos de la presente década.

Varios factores parecen haber respaldado la fortaleza del gasto de los hogares en el reciente entorno de moderación del crecimiento de la renta. En primer lugar, el valor de los activos de los hogares ha crecido con rapidez. En segundo lugar, y en relación con lo anterior, el aumento del valor de las garantías y las innovaciones financieras de la pasada década han relajado las restricciones crediticias sobre los hogares. Además, las reducidas tasas de interés han contribuido a moderar la carga del servicio de la deuda. En resumidas cuentas, la mejora de la situación patrimonial y financiera de los hogares parece haber alentado el consumo pese a los elevados pasivos fiscales ocultos.

... ha aumentado en numerosas economías avanzadas

Factores que respaldan el elevado gasto de los hogares

Cambios en la riqueza y el endeudamiento de los hogares

Durante la actual etapa expansiva, el valor de los activos de los hogares ha aumentado de forma rápida y generalizada en la mayoría de las economías avanzadas. Desde finales de 2002, la proporción de los activos totales sobre la renta disponible ha crecido entre un 15% y un 20% en Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido (véase el Gráfico II.6). Este incremento, cuya magnitud prácticamente coincide con el de la renta anual disponible, ha llevado los coeficientes de activos sobre la renta a máximos históricos en estas economías. Japón ha sido una notable excepción a esta tendencia, ya que la relación entre activos y renta apenas ha variado en los últimos quince años.

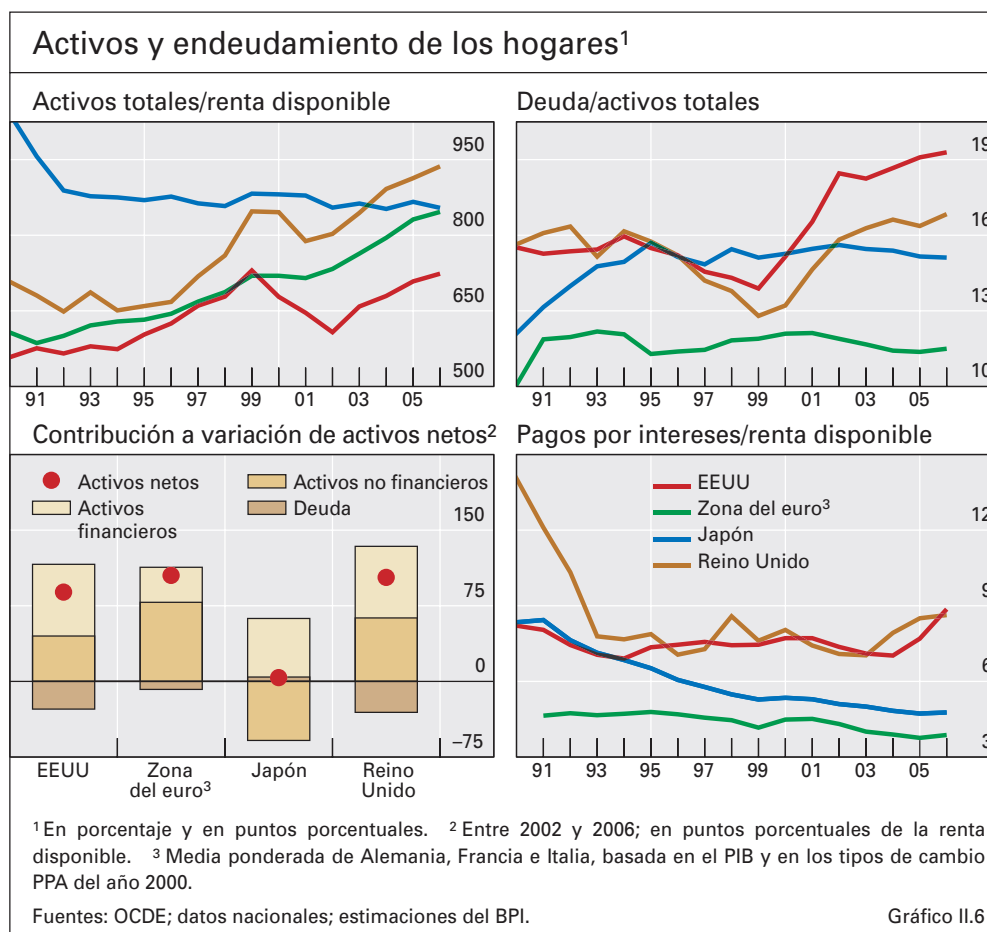
Rápido aumento del valor de los activos de los hogares...

La mayor parte de ese incremento se ha plasmado en activos financieros tanto en Estados Unidos (60%) como en el Reino Unido (55%). El grueso del crecimiento de la cartera de activos financieros —tres cuartas partes del mismo en Estados Unidos— corresponde a plusvalías, principalmente en títulos de renta variable y en los fondos de pensiones y de inversión colectiva que han invertido en ellos, y el resto a compras netas de activos financieros. En Japón, la revalorización de los activos financieros y la depreciación de los activos inmobiliarios han tendido a compensarse.

... plasmado en activos financieros...

El aumento del valor de los activos no financieros también ha sido en general considerable. En la zona del euro, donde la proporción de activos financieros es relativamente menor, los incrementos de valor de las viviendas y de los bienes duraderos fueron incluso predominantes. En los últimos años, los precios de la vivienda han subido con rapidez en la mayoría de las economías avanzadas (véase Cuadro II.5). Esto, más que la acumulación de nuevos stocks de viviendas o de bienes de consumo duradero, es lo que

... y no financieros



explica el grueso del crecimiento de los activos no financieros. En Estados Unidos, por ejemplo, la acumulación neta de activos físicos (incluida la vivienda) sólo ha representado en torno al 40% del incremento del valor de los activos no financieros de los hogares desde finales de 2002.

Coincidiendo con el creciente valor de los activos, el crédito a los hogares ha registrado una brusca expansión en numerosos países industriales avanzados, especialmente en aquéllos con mercados de la vivienda con fuerte crecimiento, como Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, España y numerosas economías avanzadas de menor tamaño. Como resultado, el volumen de deuda hipotecaria ha crecido considerablemente en todos estos países (véase el Cuadro II.5).

Al crecer ambos lados del balance de los hogares, su apalancamiento total (el cociente de deuda sobre activos) ha variado mucho menos. En la zona del euro, la deuda ha tendido a crecer en tándem con el valor de los activos (véase el Gráfico II.6). Sin embargo, en Estados Unidos y el Reino Unido la deuda ha crecido a un ritmo incluso mayor de lo que lo ha hecho el valor de los activos. En Japón en cambio, tanto la deuda como los activos han mantenido en la última década una trayectoria ligeramente descendente en relación con la renta disponible, dado que los precios de los inmuebles han tendido a disminuir hasta fechas recientes.

La deuda de los hogares se ha visto en general alentada por las reducidas tasas de interés aplicadas a la clientela minorista. Entre 2003 y 2006, las tasas

Rápida expansión del crédito a los hogares...

... pero menor aumento del apalancamiento

Precios de la vivienda y deuda hipotecaria					
	Variación de los precios de la vivienda ¹			Variación de la deuda hipotecaria para vivienda ²	
	1996-2002	2003-05	2006	2003-05 ³	2006
Noruega	8,3	7,2	16,4	7,5	-0,8
Dinamarca	7,1	12,4	12,3	17,0	5,1
Suecia	8,0	8,9	10,5	6,7	2,5
Nueva Zelanda	4,0	17,2	9,6	18,6	7,3
Canadá	3,7	9,7	9,4	5,0	2,3
España	7,7	16,1	9,1	16,0	6,1
Reino Unido	11,9	8,1	9,1	12,7	4,7
Australia	9,1	7,0	8,9	18,1	4,3
Francia	6,2	13,3	6,6	6,9	3,0
Italia	3,7	9,2	6,4	5,1	1,3
Estados Unidos	5,7	10,9	5,9	14,3	1,7
Finlandia	8,2	7,3	5,7	9,1	2,1
Países Bajos	11,2	3,9	5,3	13,2	-0,3
Japón	-4,7	-3,8	4,1	-0,1	-0,2
Suiza	0,4	2,0	1,8	12,3	1,1
Alemania	-0,7	-1,7	0,0	4,6	-0,6

¹ Las cifras corresponden al final del periodo; variación nominal anual, en porcentaje; para Japón, precios del terreno en seis grandes ciudades. ² En puntos porcentuales del PIB. ³ Cambios acumulativos.

Fuentes: diversas asociaciones inmobiliarias; datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro II.5

de interés hipotecarias habituales en los países recogidos en el Gráfico II.6 fueron en promedio 3 puntos porcentuales inferiores a los prevalecientes en la década de los 90. Los intereses aplicados a los particulares parecen reflejar el reducido nivel de las tasas de interés en todo el mundo y la mayor oferta de crédito. La relajación de los criterios de concesión de crédito, debido a la mayor competencia y al uso más generalizado de la titulización, ha contribuido a una notable expansión del crédito, otorgado incluso a hogares potencialmente menos solventes.

Descenso de las tasas de interés aplicadas a la clientela minorista

Profundización financiera y consumo de los hogares

Todos estos procesos podrían haber sostenido el crecimiento del consumo a través de un conjunto de canales estrechamente relacionados. En primer lugar, parece que los hogares simplemente han decidido consumir una mayor proporción de su renta corriente en vista del aumento del valor de sus activos. Aunque resulta difícil aislar este canal de otros, los estudios empíricos suelen hallar una influencia sustancial de la riqueza sobre el consumo. En el caso de Estados Unidos, por ejemplo, unas funciones de consumo sencillas permiten estimar que el mayor valor de los activos contribuyó al consumo en el periodo 2003-06 incluso más que el crecimiento de la renta disponible. Los efectos riqueza en otras economías parecen haber sido menores, aunque significativos.

Efectos positivos sobre el consumo, derivados del aumento del valor de los activos...

En segundo lugar, el aumento del valor de los activos ha ampliado la capacidad de endeudamiento de los hogares. En concreto, la extracción de riqueza inmobiliaria mediante endeudamiento garantizado por el mayor valor

... de un mayor endeudamiento...

neto de las viviendas ha sido una importante fuente de financiación, especialmente en países anglosajones. En Estados Unidos, por ejemplo, las estadísticas de flujos de fondos sugieren que la citada extracción de riqueza inmobiliaria representó, en promedio, un 4,5% de la renta disponible de los hogares entre 2003 y 2005, y un 1,5% en 2006. Al mismo tiempo, es probable que su efecto directo sobre el consumo haya sido inferior al que sugieren estas cifras. De hecho, encuestas realizadas en Australia y Estados Unidos revelan que únicamente en torno a una quinta parte de la riqueza inmobiliaria extraída se destinó a consumo.

... y de una carga de la deuda estable como resultado de las bajas tasas de interés...

En tercer lugar, las reducidas tasas de interés aplicadas a la clientela minorista han permitido a los hogares elevar su nivel medio de endeudamiento sin un incremento proporcional del servicio de la deuda. La proporción que representan los pagos totales por intereses sobre la renta disponible ha disminuido en la zona del euro y, hasta hace poco, ha crecido moderadamente en Estados Unidos y el Reino Unido. El servicio de la deuda también parece haber permanecido básicamente estable en otras economías avanzadas, aunque con alguna excepción, como Australia.

... y de la sustitución de modalidades de crédito

Por otra parte, la contención de los indicadores del pago de intereses también refleja hasta cierto punto la sustitución de crédito al consumo por crédito más barato ligado a la vivienda. Aparte de moderar los pagos totales por intereses, esta evolución ha prolongado el plazo de vencimiento medio de la deuda de los hogares. Además, al menos en Estados Unidos, parte del incremento del servicio de la deuda hipotecaria ha reemplazado a otras obligaciones de pago como alquileres, ya que un mayor número de prestatarios marginales han pasado a ser propietarios. Así pues, las obligaciones financieras de los hogares medidas en sentido más amplio no han crecido tan rápido como los intereses de la deuda hipotecaria.

La capacidad de suavizar el consumo parece haber aumentado

Además de alentar un mayor crecimiento del consumo, todos estos procesos parecen haber facilitado una suavización del gasto de los hogares mayor que en el pasado. En los últimos 10 años, la variación del crecimiento de la renta total de los hogares ha sido similar a la observada durante la década anterior (véase el Cuadro II.6). Al mismo tiempo, sin embargo, el crecimiento del consumo ha tendido a fluctuar mucho menos, con la notable

Medidas de renta y variabilidad del consumo ¹												
	Canadá		Francia		Alemania		Japón		Reino Unido		EEUU	
	Renta	Cons	Renta	Cons	Renta	Cons	Renta	Cons	Renta	Cons	Renta	Cons
1966–75	0,9	0,9	1,0	1,2	1,3	1,0	1,6	0,9	3,8	2,6	1,2	0,9
1976–85	2,4	1,4	2,6	1,4	2,3	2,5	2,4	0,8	3,0	2,6	1,0	1,0
1986–95	2,9	1,5	1,4	1,3	2,0	1,8	2,5	1,3	1,5	1,2	1,3	0,7
1996–2006	1,2	0,5	1,3	0,8	3,8	2,6	13,0	3,5	1,9	0,6	1,1	0,4
2003–06	1,0	0,4	1,6	0,5	7,0	6,3	3,1	2,1	1,2	0,7	1,1	0,4

¹ Coeficiente de variación del crecimiento trimestral en renta disponible de los hogares deflactada por el deflactor del consumo («renta») y el gasto en consumo final a precios constantes («cons»).
Fuente: datos nacionales. Cuadro II.6

excepción de Alemania y Japón, donde la expansión patrimonial de los hogares ha sido relativamente escasa. Las estimaciones empíricas revelan también una disminución en la elasticidad-renta del consumo estadounidense en el último par de años. Estas observaciones están en consonancia con un proceso de mayor integración financiera que estaría reduciendo las restricciones de liquidez de los hogares.

¿Cuál es la capacidad financiera de los hogares?

No resulta fácil discernir cuánto durará esta revalorización de los activos en la que se sustenta la expansión de la capacidad financiera de los hogares. En los 10 últimos años esta capacidad no se ha visto seriamente comprometida por retrocesos bruscos y simultáneos del valor de los activos en las principales economías. Por lo general, las perturbaciones financieras ocurridas hasta ahora han afectado a una única categoría de activos cada vez. La caída de las cotizaciones bursátiles en todo el mundo entre 2000 y 2002 coincidió con un crecimiento bastante rápido de los precios de la vivienda en la mayoría de los países industriales avanzados (a excepción de Alemania, Japón y Suiza). En ejercicios más recientes, los precios de la vivienda descendieron temporalmente en numerosas economías de menor tamaño, pero continúan subiendo a buen ritmo en términos nominales en muchas otras.

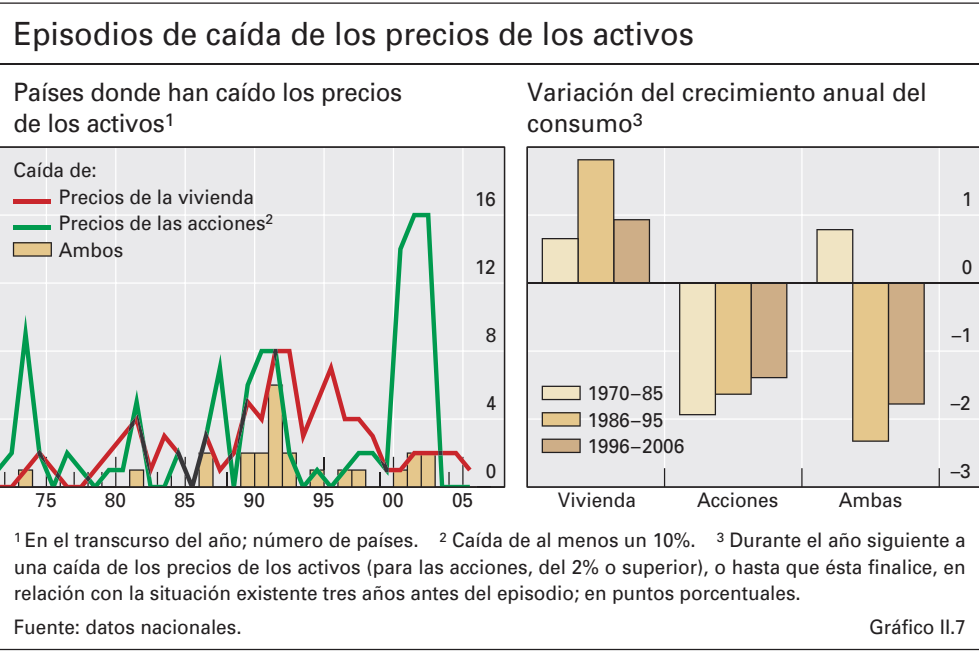
La experiencia de los países que han visto reducirse los precios de sus inmuebles residenciales en los últimos años sugiere que la absorción de las perturbaciones específicas a esta categoría de activos puede ser relativamente sencilla mientras acompañen otros factores relevantes para la situación patrimonial y financiera de las familias. Siempre que persista la solidez del entorno macroeconómico y del mercado de trabajo, un retroceso moderado de los precios de la vivienda conllevaría cierta retracción del consumo, pero probablemente no lo suficiente como para provocar una desaceleración económica significativa. Sin embargo, una caída más generalizada de los precios de los activos que coincidiese con una desaceleración macroeconómica —como fue el caso por ejemplo de los países nórdicos a comienzos de la década de los 90 y más recientemente de los Países Bajos— podría tener consecuencias más severas para el consumo. Dado que las caídas de las cotizaciones bursátiles suelen producirse en la antesala de recesiones, se considera que anticipan fuertes reducciones del consumo más frecuentemente de lo que lo hacen los descensos aislados de los precios de la vivienda (véase el Gráfico II.7).

Otro motivo para esperar consecuencias más benignas de bajadas aisladas de los precios de la vivienda tiene que ver con la distribución de la renta. En la mayoría de los países donde más rápido ha crecido el crédito ligado a la vivienda, el mayor endeudamiento se ha concentrado en los trabajadores con carreras profesionales avanzadas y rentas relativamente altas y, en particular, en los que ya eran propietarios. Estos grupos suelen poseer sustanciales recursos financieros y de otra naturaleza y su probabilidad de perder el empleo durante una recesión es inferior a la del trabajador medio, por lo que muestran más capacidad para asumir los riesgos de un mayor endeudamiento.

La capacidad financiera no se ha puesto seriamente a prueba

El impacto de los menores precios de la vivienda ha sido limitado...

... debido, en parte, a la distribución de la riqueza



Los riesgos en el mercado de baja calidad crediticia de EEUU...

Una excepción a este patrón podría haberse producido en Estados Unidos. Aunque la relajación de los criterios de concesión de crédito a los hogares durante el ciclo actual ha sido una constante en numerosos países, la notable expansión del crédito a prestatarios de alto riesgo parece haberse circunscrito a Estados Unidos. En ese país, el crédito hipotecario concedido a prestatarios de baja calidad crediticia en proporción al nuevo crédito hipotecario es mayor que en otras grandes economías y ha venido creciendo en relación al conjunto de su mercado hipotecario.

... han provocado un aumento de las tasas de morosidad

Buena parte de los créditos a prestatarios de baja calidad y otras formas de préstamo no tradicionales incorporaban cláusulas que preveían fuertes aumentos de las cuotas a pagar una vez transcurridos varios años de la vida del crédito, incluso aunque no subieran las tasas de interés del mercado. Estos calendarios de pagos crecientes han afectado notablemente a los prestatarios incapaces de refinanciar sus créditos o de vender sus propiedades obteniendo el beneficio previsto. El resultado ha sido un repunte acusado de la morosidad y de las insolvencias hipotecarias en Estados Unidos desde finales de 2006. Aunque este fenómeno se ha hecho más patente en el segmento hipotecario de baja calidad crediticia, la morosidad también ha crecido visiblemente entre los prestatarios cuyos términos contractuales estipulan tasas de interés variable y pagos ajustables, ya sean éstos de primera clase o que cumplen casi todos los requisitos para serlo.

El papel de los pasivos fiscales ocultos

Mayores transferencias sociales...

Aunque cada vez se tiene mayor consciencia de la existencia de pasivos fiscales ocultos, los programas públicos de bienestar social y las políticas tributarias parecen haber ofrecido pocos incentivos al ahorro de los hogares. Desde 1990, la proporción que representan las transferencias sociales percibidas sobre la renta total de los hogares ha crecido ligeramente en casi todos los principales países industriales. Esta tendencia ha sido más acusada

en los países donde el envejecimiento de la población ya viene incrementando el porcentaje de población jubilada, como Italia y Japón. En algunos países, incluido Estados Unidos, la participación de las transferencias sociales en la renta resulta en la actualidad ligeramente superior a la observada en etapas equivalentes de ciclos anteriores.

La renta de los hogares no sólo se ha beneficiado de un mayor volumen de transferencias sociales, sino también de una reducción de los impuestos. En comparación con las rentas salariales, el monto de los impuestos personales sobre la renta y el patrimonio disminuyó a finales de la década de los 90. Aunque el cociente entre estas dos variables ha comenzado a repuntar recientemente en algunos países coincidiendo con la maduración del ciclo expansivo y la realización y posterior gravamen de las plusvalías obtenidas, por lo general continúa siendo inferior al de comienzos de la presente década.

... y menores impuestos

Los pasivos fiscales relacionados con el envejecimiento de la población plantean serias dudas sobre la continuidad de estas dos tendencias. En los próximos 10 a 15 años, una proporción menguante de trabajadores deberá empezar a mantener a una proporción creciente de personas dependientes en todos los principales países industriales. A fin de mantener los actuales niveles de pensiones, asistencia sanitaria y otras prestaciones sociales, el gasto total relacionado con la edad de la población debería aumentar sustancialmente en las próximas cuatro décadas (véase el Cuadro II.7). Resulta, pues, evidente que tendría que producirse una fuerte subida de los impuestos para financiar ese aumento del gasto. En caso contrario, si el gasto adicional se financiara mediante endeudamiento, los cocientes de deuda pública sobre PIB podrían elevarse muy por encima de los niveles actuales, que en la zona del euro ya ascienden en promedio al 60%.

Los pasivos fiscales ocultos...

La evidencia empírica revela que el consumo y el ahorro de los hogares podrían ser muy sensibles a cambios en el estado de las finanzas públicas, especialmente si el nivel de deuda pública resulta ya elevado. Un ejemplo a este respecto podría constituirlo la debilidad del consumo observada en Alemania desde comienzos de la presente década, atribuida en parte a la preocupación de los hogares por las pensiones y prestaciones de asistencia sanitaria futuras. El momento preciso en que «suene la alarma» en los hogares

... podrían llegar a afectar al ahorro de los hogares

Efectos previstos del envejecimiento de la población sobre el gasto público										
	Gasto total relacionado con la edad de la población		Pensiones		Asistencia sanitaria		Asistencia de larga duración		Educación	
	Nivel 2005 ¹	Variación 2005-50 ²	Nivel 2005 ^{1,3}	Variación 2005-50 ²	Nivel 2005 ¹	Variación 2005-50 ²	Nivel 2005 ¹	Variación 2005-50 ²	Nivel 2005 ¹	Variación 2005-50 ²
Unión Europea	22,4	3,8	10,6	2,2	6,4	1,5	0,9	0,6	4,5	-0,5
Japón	19,6	7,1	9,2	0,6 ⁴	6,0	4,3	0,9	2,2	3,5	...
Estados Unidos	16,7	6,0	4,4	1,8 ⁴	6,3	3,4	0,9	1,8	5,1	-1,0 ^{4,5}

¹ En porcentaje del PIB. ² En puntos porcentuales del PIB. ³ Para Japón, ejercicio fiscal 2006; para Estados Unidos, 2000.
⁴ Variación desde el año 2000. ⁵ Incluye prestaciones familiares y por hijos a cargo.
Fuentes: Comisión Europea; OCDE.

Cuadro II.7

dependerá de numerosos factores, incluido su nivel de ahorro actual. Con todo, seguramente las consideraciones más importantes serán el calendario y la naturaleza de las reformas de los sistemas públicos de pensiones y de asistencia sanitaria.

Perspectivas de cambio en el consumo y en el ahorro de los hogares

Excepcional combinación de consumo y ahorro

La actual combinación de propensiones al consumo en máximos históricos y tasas de ahorro familiar muy reducidas observada en numerosos países industriales avanzados resulta excepcional. En última instancia, su sostenibilidad dependerá de si acaban confirmándose las expectativas de ingresos futuros permanentes en las que se basan las decisiones de gasto actuales. Factores como el intenso crecimiento mundial, el empleo creciente en numerosas economías y el nivel aún reducido de las tasas de interés parecen respaldar a corto plazo las expectativas de renta y las valoraciones de los activos. Al mismo tiempo, la expansión de la capacidad financiera de los hogares plantea importantes incógnitas a largo plazo, algunas de las cuales podrían ser relevantes en horizontes más cercanos.

Distinto carácter de la riqueza en acciones...

Un primer interrogante es si los aumentos de precio de los activos realmente implican un incremento de la riqueza de los hogares. La revalorización de sus carteras de acciones representa una mayor riqueza total en la medida en que reflejen expectativas correctas de futuros crecimientos de la producción. Aquí podría también incluirse la participación de los hogares de las economías avanzadas (a través de la diversificación internacional de las carteras de inversión) en los aumentos de productividad registrados en las economías emergentes de rápido crecimiento.

... y en vivienda

En el caso de los inmuebles residenciales, el aumento del precio de un parque de viviendas dado implica una redistribución de la riqueza, desde los actuales y futuros usuarios de servicios de la vivienda hacia los actuales propietarios, más que un aumento neto de la riqueza del conjunto de los hogares. Los mayores niveles de consumo actuales derivados de esa redistribución podrían quedar compensados más adelante por un mayor ahorro de los futuros usuarios de servicios de la vivienda. No obstante, las pautas de consumo de estos últimos podrían de hecho tardar en ajustarse.

El mayor endeudamiento podría continuar durante algún tiempo...

Una segunda incógnita se refiere al impacto del mayor grado de apalancamiento sobre el gasto de los hogares. Existen dudas sobre la continuidad del claro estímulo al consumo derivado del endeudamiento de las familias. Por una parte, el aumento de la capacidad de endeudamiento de los hogares garantizado por el mayor valor de los activos y, desde una óptica más general, la mayor oferta de crédito a las familias podrían alentar el crecimiento del consumo durante algún tiempo, especialmente en un entorno de constante innovación financiera y creciente competencia en el sector financiero.

... pero podría haberse elevado la sensibilidad de la capacidad financiera de los hogares

Por otra parte, el aumento de los niveles de deuda podría haber elevado la sensibilidad de la fortaleza financiera de los hogares a perturbaciones financieras y macroeconómicas. A nivel agregado, los cocientes de deuda sobre activos parecen aún relativamente bajos, pese a haber crecido en los países anglosajones en los dos últimos años. Una cuestión básica es qué sucedería si las tasas de interés a largo plazo subieran desde los niveles

históricamente bajos en que ahora se sitúan (véase el Capítulo VI). Buena parte de sus efectos dependería de los factores determinantes de dicha subida. Si ésta reflejara expectativas de mayor crecimiento, las cotizaciones bursátiles también podrían subir ante las mejores perspectivas de beneficios. En cambio, si la subida de las tasas de interés obedeciese a un aumento de las primas de riesgo o a una mayor inflación, seguramente conllevaría un descenso del valor actual neto de todas las categorías de activos, lo que podría también reducir la capacidad de los hogares para gestionar sus riesgos financieros y suavizar su consumo a lo largo del tiempo.

Por último, como se mencionó antes, los pasivos fiscales ocultos entrañan un riesgo difícil de cuantificar para la sostenibilidad del intenso gasto de los hogares. Aunque tanto el dilatado horizonte temporal de las tendencias demográficas como la economía política de las principales reformas del Estado de bienestar sugieren una escasa probabilidad de cambios bruscos en los patrones de ahorro y de consumo, no cabe descartar sorpresas durante el proceso de ajuste hacia unos sistemas de protección social menos generosos pero más sostenibles. Las dificultades financieras que afectan a los sistemas de pensiones no capitalizados o a los programas públicos de asistencia sanitaria podrían trastocar las expectativas de los hogares y elevar su propensión al ahorro en un periodo de tiempo relativamente corto.

El riesgo de los pasivos fiscales ocultos

Evolución de la inflación

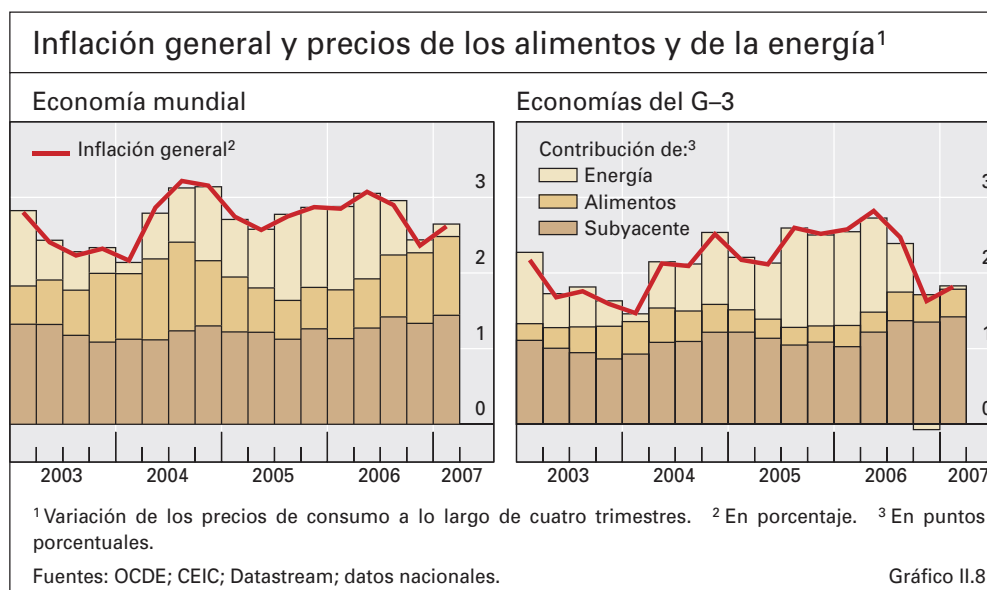
La inflación general se redujo conforme cedía la presión de los precios de la energía

La evolución de la inflación general mundial siguió muy de cerca la trayectoria de los precios de la energía durante el periodo analizado. En un entorno de encarecimiento del petróleo, la inflación mundial, medida por el índice de precios de consumo, aumentó hasta superar el 3% en el primer semestre de 2006, para caer con fuerza hacia finales de año ante el descenso de los precios de la energía (véase el Gráfico II.8). En el segundo trimestre, la inflación del IPC general superó el 4% en Estados Unidos, su tasa más alta desde comienzos de la década de los 90, para descender hasta el 2% hacia finales de año. En la zona del euro, los precios de la energía auparon la inflación general hasta el 2,5%, antes de retroceder por debajo del 2% a finales de 2006. En Japón, el abaratamiento de la energía llevó la inflación general a terreno negativo a comienzos de 2007. Las economías de mercado emergentes registraron fluctuaciones similares en sus tasas de variación anual del IPC general, aunque los efectos de la evolución de los precios del petróleo quedaron atenuados por la adopción de medidas administrativas en algunas economías asiáticas (véase el Capítulo III).

Los efectos de los precios del petróleo redujeron la inflación general...

En el segundo semestre de 2006, el impacto deflacionario del menor coste de la energía se vio compensado en parte por la mayor inflación de los precios de los alimentos, especialmente en las economías de mercado emergentes, donde los alimentos suelen representar más del 30% de la cesta de consumo, frente a un 15% en los países industriales avanzados. Los precios de los

... pero quedaron compensados en parte por el encarecimiento de los alimentos...



alimentos subieron en torno al 7% en las economías de mercado emergentes, debido sobre todo a una caída de la oferta. Así por ejemplo, pese a su moderación a comienzos de 2007, los precios del trigo en dólares se mantuvieron en torno a un 25% por encima de los cotizados un año antes, como consecuencia de sequías que diezmaron las cosechas en algunos de los principales países productores, como Australia.

No obstante, el encarecimiento de los alimentos podría preanunciar en cierta medida otro cambio más duradero de los precios relativos, similar a la subida observada en los precios del petróleo y de los metales básicos frente a los bienes de consumo manufacturados. Los precios del maíz y de la soja aumentaron con fuerza impulsados por una intensa demanda mundial. Uno de los principales desencadenantes de este encarecimiento parece ser las políticas encaminadas a reducir la dependencia del petróleo mediante la producción de biocombustibles. Otro factor, que podría acentuarse con el paso del tiempo, es que, como consecuencia del aumento de sus rentas, las economías emergentes han incrementado la demanda de alimentos de alta calidad y relativa escasez (como el pescado) o cuya producción requiere elevadas cantidades de insumos (como la carne).

La inflación, excluidos alimentos y energía, parece haber tendido gradualmente al alza durante 2006. Aunque esta dinámica parece consistente con la idea de que el encarecimiento de los productos básicos siguió teniendo un efecto bastante limitado en los precios de otros bienes, también podría indicar que las presiones inflacionistas subyacentes han aumentado. En Estados Unidos y la zona del euro, la inflación subyacente se aceleró en el transcurso de 2006 y permaneció elevada en 2007. Aunque parte de esta subida podría deberse a factores puntuales —como el aumento del IVA en Alemania—, en ninguna de esas dos economías se observaron indicios claros de reversión. En Japón, por su parte, pese a una leve tendencia al alza desde mediados de 2006, la inflación subyacente continuó siendo negativa.

... que podría perdurar en el tiempo

La inflación subyacente tendió a elevarse

Persiste la incertidumbre sobre las presiones inflacionistas subyacentes

El intenso crecimiento económico registrado por cuarto año consecutivo vino asociado con un nuevo aumento de la utilización de los recursos en todo el mundo. Los indicadores tradicionales de holgura productiva, como las brechas del producto y del desempleo, sugieren su práctica desaparición en las principales economías avanzadas (véase el Gráfico II.9). Además, la holgura productiva también parece estar desvaneciéndose en las economías de mercado emergentes, que registran en muchos casos tasas de desempleo en mínimos de varios años.

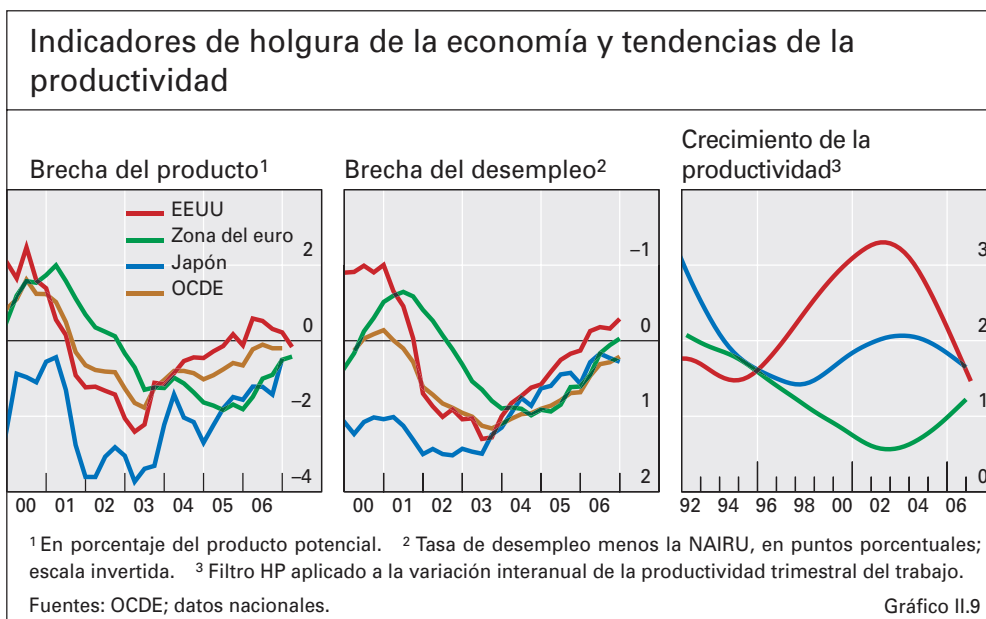
Existen indicios de que la desaparición de esta holgura podría haber elevado los riesgos inflacionarios. En Estados Unidos, diversos indicadores de remuneración de los asalariados dieron muestras de aceleración en un entorno de escasa oferta de mano de obra. En economías que atraviesan etapas menos avanzadas del ciclo, como Alemania y Japón, los sindicatos parecen haber planteado subidas salariales más agresivas. No obstante, las subidas salariales efectivas siguieron siendo moderadas en la zona del euro, y en Japón la tasa de crecimiento de los salarios se mantuvo negativa pese a la caída del desempleo.

La menor holgura en los mercados de trabajo coincidió también con una mayor participación de los salarios en la renta total de algunas economías situadas en etapas avanzadas del ciclo, como Estados Unidos y el Reino Unido, contradiciendo su tendencia decreciente a largo plazo. Algunos estudiosos sostienen que la remuneración de los asalariados en proporción del PIB es una variable que puede servir para aproximar el coste marginal real de producción, un determinante básico de la inflación. De hecho, el descenso de la participación de los salarios en la renta total puede explicar, junto con la brecha entre precios de importación relativamente bajos y precios internos más altos, una parte importante del proceso de desinflación experimentado en las últimas décadas (véase el Cuadro II.8).

Nuevo aumento de la utilización de los recursos...

... e indicios de presiones salariales

La creciente participación de los salarios también podría presagiar riesgos de inflación...



Evolución de la inflación y factores contribuyentes					
	Evolución de la inflación general ¹	Debido a cambios en la:		<i>Pro memoria: inflación general</i>	
		Participación de los salarios ²	Diferencia entre precios de importación e internos ²	<i>Media</i> ³ 1975–89	<i>Media</i> ³ 1990–2006
Estados Unidos	-3,1	-0,8	-0,8	5,4	2,3
Japón	-3,7	-0,6	-1,4	3,7	0,0
Alemania	-1,3	-0,3	-0,6	3,1	1,8
Francia	-6,3	-1,9	-1,3	7,9	1,6
Reino Unido	-6,0	-0,4	-3,1	9,0	2,9
Ocho países OCDE ⁴	-4,7	-1,2	-1,8	6,6	2,0

Las contribuciones se calculan a partir de una regresión de la inflación de precios de consumo sobre sus propios niveles retardados, sobre los niveles y variaciones de la participación de los salarios, y sobre la diferencia entre precios de importación e internos (ambos retardados).

¹ Diferencia entre los valores medios de 1975–89 y de 1990–2006. ² Contribución a esta diferencia.
³ Variaciones trimestrales anualizadas, en porcentaje. ⁴ Media simple de Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Japón, Reino Unido y Suecia.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI. Cuadro II.8

... pero con una notable incertidumbre

Con todo, resulta difícil extraer conclusiones firmes sobre cómo afecta a las perspectivas de inflación la evolución descrita en los párrafos anteriores. En primer lugar, el cálculo de los niveles de utilización de los recursos está plagado de dificultades, incluso en economías desarrolladas con sistemas estadísticos relativamente avanzados. La estimación de la holgura productiva resulta aún más compleja en las economías emergentes, lo que dificulta a su vez su cuantificación fiable a escala mundial. Existe asimismo una incertidumbre considerable sobre la tasa de desempleo por debajo de la cual cabría esperar una aceleración de la inflación. Los estudios empíricos sugieren que la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) ha disminuido 1 punto porcentual o más en Estados Unidos desde mediados de la década de los 80 como resultado de diversas modificaciones institucionales en el mercado de trabajo de ese país. Las estimaciones de la NAIRU para la zona del euro también han sido rebajadas en una cuantía similar en los últimos dos años.

La identificación de tendencias de la productividad es compleja

En segundo lugar, el crecimiento de la productividad resulta difícil de medir, dada su variabilidad a lo largo del tiempo y la sujeción de los datos a importantes revisiones, lo que proyecta una densa sombra de incertidumbre sobre la interpretación de las observaciones más recientes. Por ejemplo, la cifra revisada del crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos desde el año 2000 ha resultado ser 1 punto porcentual por año superior a la estimada anteriormente, que es casi la mitad de la tasa total media. Además, siempre resulta complicado evaluar el grado en que las variaciones más recientes de la productividad reflejan factores estructurales en vez de cíclicos.

En tercer lugar, y relacionado con lo anterior, la evolución futura de los costes marginales de producción se presenta incierta. En las economías

avanzadas, la participación de los salarios en la renta total ha caído aproximadamente cuatro puntos porcentuales desde comienzos de la década de los 80. Esta tendencia a la baja observada en los países industriales no puede explicarse a partir de factores cíclicos. Estudios empíricos recientes avalan la opinión de que el progreso tecnológico y la globalización podrían haber generado una menor participación estructural de los salarios en la renta en los países industriales avanzados, posiblemente a través de una reducción del poder de negociación de los trabajadores.

La tendencia de la participación de los salarios podría reflejar factores estructurales

Por último, los posibles cambios en el proceso generador de inflación están rodeados de incertidumbre. Por ejemplo, se sabe que la sensibilidad de la inflación a la holgura productiva interna, medida por la brecha del producto o por la brecha del desempleo, ha disminuido en un amplio conjunto de países durante las dos últimas décadas. Pese a ello, su carácter indicativo de cara al futuro no es concluyente en un entorno de condiciones macroeconómicas cambiantes. Una posible interpretación gira en torno a un aplanamiento de las curvas de Phillips y por tanto la necesidad de mayores aumentos del desempleo que en el pasado para reducir la inflación. Otra posibilidad es que las citadas estimaciones reflejen en exceso y de forma espuria periodos recientes de fuerte crecimiento que no generaron mayor inflación. Si el motivo residiera en perturbaciones de oferta positivas, ocultas en el análisis pero con visos de continuar, el control de la inflación sería más sencillo y no más complejo.

Poco se sabe de los cambios en el proceso de inflación

En este contexto general, resulta difícil evaluar el grado en que las empresas podrían trasladar los mayores costes laborales a los precios de sus productos. Los elevados beneficios empresariales sugieren que las empresas disponen de margen para absorber costes laborales crecientes reduciendo sus márgenes. Así parece haber sucedido durante las etapas de incremento cíclico de la participación de los salarios en la renta total, a comienzos de la década de los 90 y en torno al año 2000, lo que llevó a que la inflación se mantuviera reducida y estable. Sin embargo, cada vez son más las empresas encuestadas en la zona del euro y en el Reino Unido las que prevén elevar los precios de sus productos, lo que podría indicar una capacidad creciente de repercutir los mayores costes a los consumidores, en un entorno de intenso crecimiento de la demanda.

¿Trasladarán las empresas sus mayores costes laborales?

La pertinacia de los bajos niveles de inflación en Japón podría considerarse un ejemplo de cómo la combinación de factores estructurales y cíclicos dificulta el análisis de las perspectivas de inflación y de los riesgos asociados. Los precios de los servicios apenas han variado desde 1999, mientras que en Estados Unidos y en la zona del euro han crecido a tasas interanuales del 1,5% y 4,5% respectivamente. Esta evolución se encuentra muy ligada a la atonía salarial, que ha sustentado unos elevados beneficios y una reducción de la deuda empresarial en un entorno de precios estables. Además, la desregulación ha tenido considerables efectos en los mercados de determinados bienes (por ejemplo, tarifas de telefonía móvil) y en los mercados de trabajo. También han sido significativos los menores precios tanto de las importaciones como de los bienes que compiten con ellas. Desde una óptica más general, el crecimiento económico y la restauración

¿Es ahora menos peligrosa la deflación japonesa?

de la estabilidad financiera implican que, pese a la persistencia de tasas de inflación cercanas a cero, la probabilidad de una eventual espiral deflacionista en Japón es ahora mucho menor que hace cinco años.

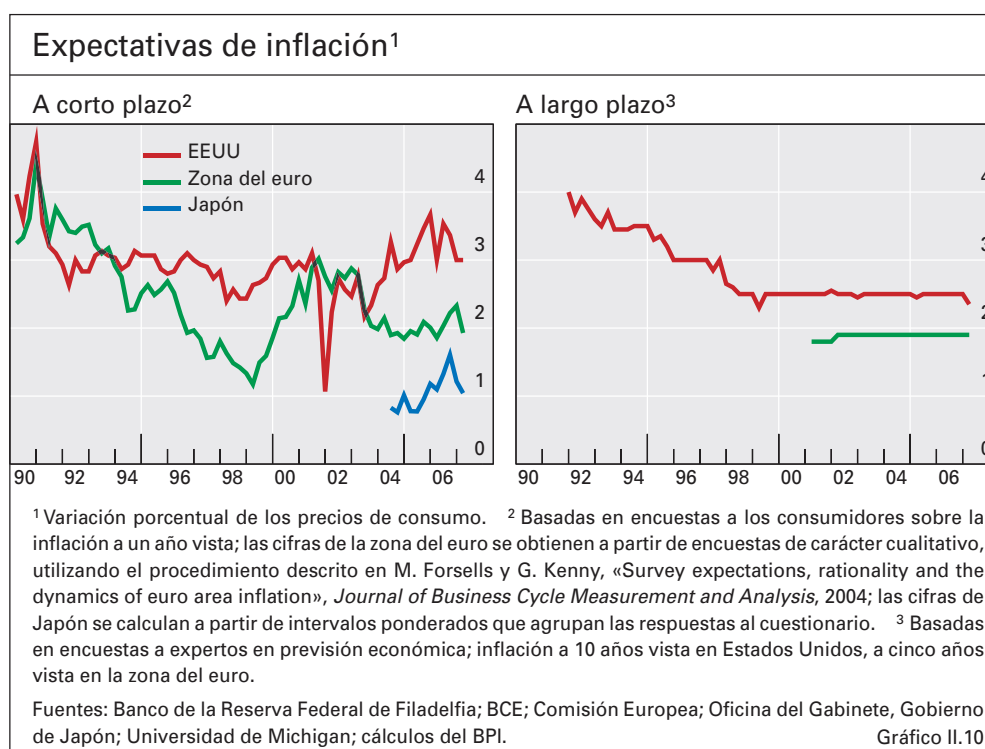
El papel de las expectativas de inflación

La estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo es alentadora...

La relativa estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo podría ser indicativa de que los agentes económicos consideran poco probable que las actuales incertidumbres vayan a poner en peligro la estabilidad de precios. Mientras que las expectativas de inflación a corto plazo procedentes de encuestas a los hogares han fluctuado según evolucionaban los precios de la energía, las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido extremadamente estables en los últimos años. En Estados Unidos, las expectativas de inflación medida por el IPC a 10 años vista, obtenidas de la Encuesta a Expertos en Previsión Económica, han permanecido prácticamente constantes en el 2,5% desde 1998. En la zona del euro, las expectativas de inflación a 5 años vista, basadas en una encuesta similar, también se han mantenido muy estables durante los últimos años en el 1,9% (véase el Gráfico II.10). También presentan un elevado grado de estabilidad las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado, como las tasas de inflación neutrales derivadas de los bonos a largo plazo indicados.

... pero puede crear una falsa sensación de seguridad

Sin embargo, en ocasiones se ha puesto en tela de juicio la fiabilidad de los indicadores de expectativas de inflación. Ciertas críticas se refieren a la calidad de las encuestas y otras subrayan que las oscilaciones temporales de las primas de riesgo y la insuficiente liquidez en los mercados limitan el contenido informativo de los indicadores basados en instrumentos de mercado. Una crítica más fundamental atañe al limitado conocimiento del



proceso de formación de expectativas. El hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo parezcan haber permanecido bien ancladas durante los últimos años podría ser irrelevante como indicio de una eventual revisión de las mismas y, en tal caso, de la cuantía de esa revisión. Por ejemplo, si, como sostienen ciertos analistas, la experiencia es el factor determinante de las expectativas, entonces éstas podrían experimentar un fuerte aumento si se produjera un cambio considerable en la inflación tendencial o si la tasa de inflación superara un cierto umbral.

Perspectivas: ¿oportuna moderación del crecimiento y la inflación?

Las previsiones de consenso para el año en curso apuntan a una moderación del crecimiento de la producción mundial hasta un nivel sostenible. Los analistas apuestan por que continúe en 2007 la expansión económica generalizada y se prolongue en 2008 a un ritmo algo inferior al de 2006 (véase el Cuadro II.9). Por otra parte, se prevé un retroceso de la inflación según se modera el crecimiento y se estabilizan los precios del petróleo. También se espera que una contracción adicional de los diferenciales de crecimiento contribuya a la reducción gradual de los desequilibrios por cuenta corriente.

El entorno macroeconómico parece favorable en muchos aspectos. Las condiciones de financiación siguen fomentando en general el crecimiento. El desempleo ha disminuido en las principales economías avanzadas y emergentes. Más importante quizás sea el cambio aparentemente tranquilo en la composición del crecimiento internacional por áreas económicas en los últimos trimestres, que avalaría la opinión de que la economía mundial ha ganado en flexibilidad y resistencia.

Pese a ello, planean importantes riesgos a corto plazo sobre el escenario base. La corrección del mercado de la vivienda estadounidense aún

Las favorables previsiones de consenso...

... se sustentan en una solidez económica generalizada

Crecimiento e inflación						
Variación anual media, en porcentaje						
	PIB real			Precios de consumo ¹		
	2005	2006	2007 ²	2005	2006	2007 ²
Total ³	4,3	4,8	4,3	3,2	3,2	2,9
Economías industriales avanzadas ³	2,4	2,9	2,3	2,3	2,4	1,9
Estados Unidos	3,2	3,3	2,1	3,4	3,2	2,4
Zona del euro	1,5	2,8	2,5	2,2	2,2	1,9
Japón	1,9	2,2	2,2	-0,3	0,2	0,1
Reino Unido	1,9	2,8	2,7	2,0	2,3	2,3
Otras economías ⁴	2,8	2,9	2,8	2,0	2,3	1,8
Economías de mercado emergentes ³	7,0	7,6	7,1	4,5	4,4	4,3

¹ Para la zona del euro y el Reino Unido, índice armonizado. ² Consenso de previsiones publicadas en mayo. ³ Media de los principales países incluidos en Consensus Economics. ⁴ Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza.

Fuentes: Eurostat; © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro II.9

Con todo, los riesgos a corto plazo para el crecimiento...

podría tener mayores consecuencias. Las recientes dificultades del mercado hipotecario de baja calidad crediticia podrían ahondar el parón en el mercado inmobiliario residencial a través de ventas forzosas de viviendas y de efectos adversos sobre la oferta de crédito. Aunque Europa y Asia parecen depender algo menos del crecimiento estadounidense que hace unos años, persisten incógnitas sobre la fortaleza del crecimiento del consumo en algunas de las principales economías. Además, poco se sabe sobre los riesgos de contagio derivados de las cambiantes relaciones comerciales y financieras internacionales. Por último, y en relación con lo anterior, una desaceleración económica podría conducir al proteccionismo.

... y la inflación persisten...

Las perspectivas de inflación también continúan siendo inciertas. Los precios de la energía y de otras materias primas han repuntado desde comienzos de 2007. Además, las tensiones inflacionistas subyacentes siguen patentes en las principales economías y no es obvio que la prevista moderación del crecimiento vaya a bastar para atenuar de forma significativa las presiones sobre los recursos. Al mismo tiempo, las tasas de utilización de la capacidad productiva parecen estar creciendo en las principales economías emergentes. Por último, los efectos de las subidas salariales sobre la inflación podrían ser difíciles de cuantificar para los bancos centrales de las economías industriales avanzadas, en especial después de un periodo tan prolongado de moderado crecimiento salarial.

... y en algún momento podrían afectar a los mercados financieros

Los resultados macroeconómicos también podrían depender de cómo reaccionasen los mercados financieros ante nuevos datos. Las primas de riesgo podrían incrementarse si la desaceleración económica en Estados Unidos fuera más intensa de lo esperado o si existieran dudas sobre la sostenibilidad de un crecimiento sólido en otras áreas. Asimismo, cualquier impresión de que los riesgos de inflación no están bajo control podría producir un ajuste en la valoración de esos riesgos. Los dos episodios de aumento de la volatilidad de los mercados financieros en mayo-junio de 2006 y febrero de 2007 nos recuerdan que las sorpresas negativas de inflación y de crecimiento pueden perturbar los mercados. Aunque la economía real no se vio afectada en dichas ocasiones, no cabe descartar esta contingencia en el futuro.

III. Las economías de mercado emergentes

Aspectos más destacados

Las economías de mercado emergentes siguieron registrando un fuerte crecimiento, una inflación moderada y superávits en cuenta corriente en 2006 y durante el primer trimestre de 2007. Aun así, las presiones inflacionistas generaron preocupación en algunos países, en parte debido al dinamismo de la demanda y en parte a causa de la incertidumbre sobre el precio de las materias primas. A pesar del moderado endurecimiento de la política monetaria, el crecimiento del crédito ha seguido siendo significativo en una serie de economías de mercado emergentes. Al mismo tiempo, la consolidación fiscal y la mejora en la gestión de la deuda han reforzado la capacidad de respuesta de las economías.

Tras repasar brevemente la evolución reciente y exponer los riesgos de la inflación y los desarrollos fiscales, este capítulo trata dos temas importantes. En primer lugar, se exploran las implicaciones del giro de las balanzas de pagos hacia grandes superávits en cuenta corriente que exceden los flujos netos de entrada de capitales. La influencia de los inversionistas extranjeros sobre los mercados de activos locales podría ser mayor que la que implica los flujos netos de capital, en parte porque estos inversionistas han reforzado sus carteras de activos de mercados emergentes. Además, las posiciones constituidas a través de derivados financieros en estos mercados podrían no haber quedado adecuadamente registradas. Los precios de los activos han aumentado considerablemente en las economías de mercado emergentes, pero aún no está claro si la influencia extranjera ha añadido volatilidad a los mismos.

El segundo asunto analizado es la irrupción de China en el comercio mundial. Su papel como núcleo de una red de producción integrada en Asia oriental ha alterado los patrones comerciales. Una parte significativa de las importaciones de China está constituida por bienes intermedios, destinados a ser procesados por su sector exportador, siendo la importación de bienes para la demanda interna mucho menor. Los exportadores de materias primas se han beneficiado por lo general del aumento de la demanda de China, mientras que las ganancias de sus vecinos y de otras economías de mercado emergentes no están tan claras. Algunos países han perdido cuota de mercado frente a China en terceras plazas, pero han sido capaces de ampliar sus exportaciones de bienes intermedios y de capital para el sector exportador chino. Un incremento de la demanda china relativamente baja de importaciones destinadas a satisfacer la demanda final interna proporcionaría nuevas oportunidades a sus socios comerciales y también aumentaría la capacidad del crecimiento chino para contrarrestar una eventual desaceleración de la demanda de Estados Unidos. Finalmente, la emergencia de China tiene implicaciones desiguales para las políticas cambiarias de sus vecinos.

Evolución económica

Fuerte crecimiento y superávits en cuenta corriente...

El crecimiento de las economías de mercado emergentes siguió sorprendiendo al alza, al alcanzar el 7,4% en 2006 frente al 6,8% en 2003–05 (véase el Cuadro III.1) y mantuvo su vigor en el primer trimestre de 2007. El último consenso de previsiones pronostica que el crecimiento se desacelerará moderadamente en 2007 respecto a 2006. En algunas de las economías de crecimiento más rápido (por ejemplo China, la India y Argentina) también se espera cierta desaceleración. En Brasil, donde la persistencia de una tasa de crecimiento reducida ha supuesto una preocupación a medio plazo, el crecimiento repuntó el año pasado y superó la media del periodo 2003–05, previéndose que se elevará aún más en 2007. La revisión reciente de las

Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente									
	PIB real ¹			Precios de consumo ¹			Balanza por cuenta corriente ²		
	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007
Asia	7,9	8,8	8,2	3,4	3,4	3,5	193	329	355
China	9,6	10,7	10,3	2,3	1,5	2,8	92	211	243
Corea	4,0	5,0	4,5	3,3	2,2	2,4	19	6	3
India ³	8,2	9,2	8,1	5,5	5,4	5,1	-1	-14	-19
Indonesia	5,1	5,5	6,0	7,7	13,1	6,7	3	10	8
Tailandia	6,0	5,0	4,0	3,0	4,6	2,4	0	3	5
Otros Asia ⁴	5,3	5,6	5,0	2,0	2,7	2,2	80	114	114
América Latina	4,3	5,4	4,8	6,6	4,9	5,0	25	51	26
Argentina	9,0	8,5	7,6	7,3	9,8	9,1	6	8	7
Brasil	3,3	3,7	4,2	7,5	3,1	3,6	10	14	10
Chile	5,4	4,0	5,7	2,4	2,6	3,0	0	5	4
México	2,8	4,8	3,1	4,2	4,1	3,6	-7	-1	-9
Venezuela	6,3	10,6	7,0	20,1	17,0	18,9	17	27	16
Otros América Latina ⁵	4,8	7,2	6,1	4,6	3,4	3,9	-1	-1	-2
Europa central	4,3	5,5	5,1	2,5	1,9	3,2	-20	-20	-23
Hungría	4,4	3,9	2,5	5,0	3,9	7,2	-8	-7	-6
Polonia	4,2	5,8	6,0	2,1	1,0	2,2	-7	-7	-11
República Checa	4,6	6,1	5,2	1,6	2,5	2,5	-5	-6	-6
Rusia	6,9	6,7	6,6	12,4	9,8	7,8	59	96	71
Turquía	7,4	6,1	4,7	12,6	9,6	8,9	-16	-31	-31
África ⁶	5,4	5,5	6,2	9,0	9,5	10,7	4	20	1
Sudáfrica	4,3	5,0	5,0	3,5	4,6	5,3	-6	-16	-15
Oriente Medio ⁶	5,8	5,7	5,5	6,8	7,9	10,6	116	212	153
Total	6,8	7,4	7,0	5,3	4,8	5,0	362	685	551
<i>Pro memoria:</i>									
Países del G-7	2,4	2,8	2,2	2,0	2,3	1,9	-457	-675	-583

Los datos para 2007 y algunos datos para 2006 se basan en el consenso de previsiones y estimaciones de mayo y en el FMI.

¹ Variación porcentual anual. Las cifras regionales corresponden a las medias ponderadas basadas en el PIB y los tipos de cambio PPA del año 2000. Media del periodo; para América Latina, final del periodo. ² En miles de millones de dólares de EEUU. Las cifras regionales corresponden a la suma de las economías enumeradas. ³ Los datos anuales corresponden a ejercicios fiscales que comienzan en abril; las cifras de inflación corresponden a precios al por mayor. ⁴ Filipinas, Hong Kong RAE, Malasia, Singapur y Taiwan (China). ⁵ Colombia y Perú. ⁶ Según la clasificación regional de países realizada por el FMI en sus *Perspectivas de la Economía Mundial*.

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; © Consensus Economics; datos nacionales. Cuadro III.1

cuentas nacionales reveló una mayor contribución del sector servicios y, en consecuencia, un crecimiento superior al estimado previamente. Los superávits en cuenta corriente se ampliaron en África, América Latina, Asia, Oriente Medio y Rusia. Por el contrario, los déficits en cuenta corriente crecieron en la India, Turquía y Sudáfrica, y continuaron siendo cuantiosos en Europa central.

El estudio de los componentes de la demanda agregada revela que las exportaciones netas siguieron contribuyendo positivamente al crecimiento de China y del resto de Asia. Por otro lado, su contribución ha caído en Europa central (aunque aún es positiva) y ha sido ligeramente negativa en América Latina en los últimos dos años. Al igual que en años anteriores, la demanda interna fue clave una vez más para sostener el crecimiento. El consumo fue importante en la mayoría de las regiones emergentes, mientras que la inversión también impulsó el crecimiento en América Latina, China y Europa central.

La mediana de la inflación en las economías de mercado emergentes se elevó al 3,7% en 2006, desde el 3,5% en 2005, permaneciendo por tanto cerca de la mediana del periodo 1999–2005. Sin embargo, se registraron variaciones sustanciales entre regiones. En Asia, la mediana de la inflación en 2006 estuvo todavía muy por debajo de la de otras regiones, aunque se situó claramente por encima de las tasas cercanas a cero registradas en 2002. También repuntó bruscamente en otras economías de mercado emergentes, aunque ha tendido a caer en América Latina. Aun cuando las tendencias inflacionarias son difíciles de interpretar, según se argumenta más adelante, existen riesgos importantes de incremento de la inflación.

... e inflación ligeramente más alta

Panorama y retos para las políticas

El panorama de las economías de mercado emergentes está expuesto a dos riesgos principales. El primero es que una acentuada desaceleración de la economía estadounidense merme significativamente el crecimiento. Sin embargo, el presente análisis no se centrará en este riesgo, salvo para hacer notar que el panorama es dispar. Por un lado, como se argumentó en el Capítulo II, el riesgo de una desaceleración en Estados Unidos no puede descartarse por completo, ya que siguen sin estar claros cuáles serían los efectos plenos de la debilidad del mercado de la vivienda estadounidense. Por otra parte, el consenso de previsión apunta al sostenimiento de un crecimiento moderado en Estados Unidos para 2007. Además, los riesgos para las economías de mercado emergentes se verían mitigados si otras economías, entre ellas China, Japón y la Unión Europea, fueran capaces de contrarrestar posibles desaceleraciones de la demanda estadounidense incrementando sus respectivos niveles de gasto.

Esta sección se centra más bien en otro riesgo, el del aumento de la inflación. Durante el pasado año se expresó preocupación en ciertos foros por la elevada o creciente inflación. En algunos países (por ejemplo Argentina, Rusia y Venezuela) la cuestión fue el nivel de inflación, en otros (entre ellos México) preocupaba que ésta se situara por encima de la banda objetivo, y en algunos otros fue su aceleración lo que centró la atención. Por ejemplo la inflación en la India, tras haber caído en 2005, aumentó significativamente en

Los riesgos inflacionarios varían...

2006 (en estos momentos supera la banda tolerada a medio plazo por el Banco de la Reserva), temiéndose incrementos adicionales en 2007. La inflación general en China, que es baja comparada con la de otros países, también ha repuntado de forma notable últimamente. Además, no está claro si las medidas de inflación utilizadas en China reflejan correctamente las presiones inflacionistas subyacentes. En cambio, el comportamiento de la inflación ha mejorado en varios países, entre los que cabe destacar Brasil, Filipinas, Indonesia y también Tailandia, donde despertó gran preocupación el año pasado. La inflación también ha caído en Rusia, aunque continúa alta.

¿Qué probabilidad hay de que las presiones inflacionistas continúen o incluso se intensifiquen en algunos países? La respuesta a este interrogante pasa por las brechas de producto, los cambios en los precios relativos y las expectativas de inflación.

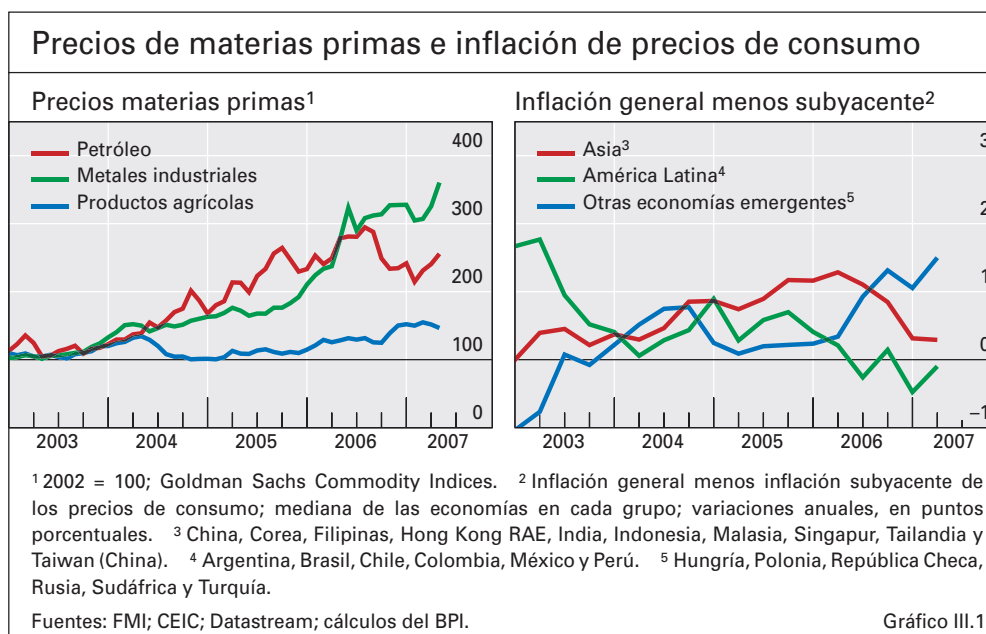
... pero se acentúan con el cierre de las brechas de producto...

Brechas de producto. Algunas estimaciones recientes sugieren que las brechas de producto de las economías de mercado emergentes casi se han cerrado o son positivas. Por ejemplo en Brasil, que últimamente ha experimentado desinflación, los índices de utilización de la capacidad en el sector manufacturero han sido comparativamente altos, cercanos al 82%. En la India, la utilización de la capacidad podría acercarse al 100% y en otros países el crecimiento parece situarse por encima del potencial. En parte, la fuerte demanda refleja perturbaciones positivas sobre los términos de intercambio (entre los exportadores de materias primas) y condiciones favorables a nivel mundial. En estas circunstancias, políticas monetarias relativamente laxas (véase más adelante) podrían incrementar los riesgos inflacionarios en el futuro en algunas economías de mercado emergentes.

... y el encarecimiento del petróleo

Cambios en los precios relativos. El petróleo y otros productos básicos se han encarecido rápidamente en los últimos años (véase el Gráfico III.1). El sector petrolero ilustra algunas de las cuestiones y los potenciales riesgos inflacionarios. Aunque los precios del crudo ya habían abandonado sus máximos de mediados de julio de 2006 (77 dólares el barril de West Texas Intermediate), vienen repuntando desde enero de 2007 (hasta alcanzar los 63 dólares por barril a mediados de mayo). Aunque el crecimiento de la demanda mundial de crudo se desaceleró, pasando del 4% en 2004 al 1% aproximadamente en 2006, el reciente repunte de los precios se debe en parte a la fuerte demanda de las economías que no pertenecen a la OCDE. Más recientemente, los factores por el lado de la oferta han aumentado su protagonismo, y previsiblemente lo harán en el futuro. Por ejemplo, la decisión de la OPEP de recortar la producción a partir de noviembre de 2006 parece haber contribuido al reciente vigor de los precios del petróleo.

El impacto del encarecimiento del petróleo podría ser sustancial. Un análisis reciente estima que una duplicación del precio inducida por factores de oferta impulsaría la inflación en los países emergentes de Asia nada menos que 1,4 puntos porcentuales por encima del valor de referencia. Los efectos sobre la inflación serían mayores si los países importadores de crudo tuvieran dificultades para financiar los déficits en cuenta corriente resultantes y también si se supusiera que las subvenciones, que hasta ahora han limitado el alza del precio de la energía, fueran a reducirse más o a suprimirse. Estos



subsidios ya se han recortado en distinta medida en varios países asiáticos, como la India, Indonesia y Tailandia.

A medio plazo las reservas de petróleo previsiblemente alcanzarán a cubrir la fuerte demanda que se espera de las economías de mercado emergentes, a condición de que los principales productores mantengan niveles de inversión suficientes. Hasta ahora, sin embargo, la inversión no ha suavizado las limitaciones de la capacidad de producción en algunos países, alimentando el temor a que la producción procedente de países no pertenecientes a la OPEP pueda tocar techo en breve, lo que concentraría la producción en un número menor de países. Mientras tanto, el riesgo de que los precios del petróleo registren subidas bruscas a corto plazo se mantiene elevado. La capacidad de producción ociosa de la OPEP cae a niveles bajos de vez en cuando, por lo que las perturbaciones súbitas sobre la oferta o la demanda han solido tener un impacto grande y a veces persistente sobre los precios. El año pasado, dichas perturbaciones incluyeron problemas en la producción petrolífera de Nigeria y en la capacidad de refinado estadounidense, así como una ola de frío inusualmente intensa en Estados Unidos en febrero de 2007, que mermó sustancialmente las reservas de este país. Los continuos riesgos geopolíticos, que atañen a productores como Irán e Iraq, acentúan los riesgos de volatilidad de los precios.

Cabe mencionar dos asuntos más relativos a los precios de las materias primas. Primero, los dilatados plazos de construcción de capacidad minera implican que persistirán las restricciones de la oferta en el sector minero-metálico ante la fuerte demanda de China y de otras economías de mercado emergentes. Segundo, en países como China, México y Sudáfrica, el encarecimiento de los productos agrícolas también ha desempeñado un papel importante en la elevación de la inflación general. Estas subidas de precios han sido relativamente persistentes y en algunos de estos países preocupa especialmente que puedan afectar a las expectativas de inflación.

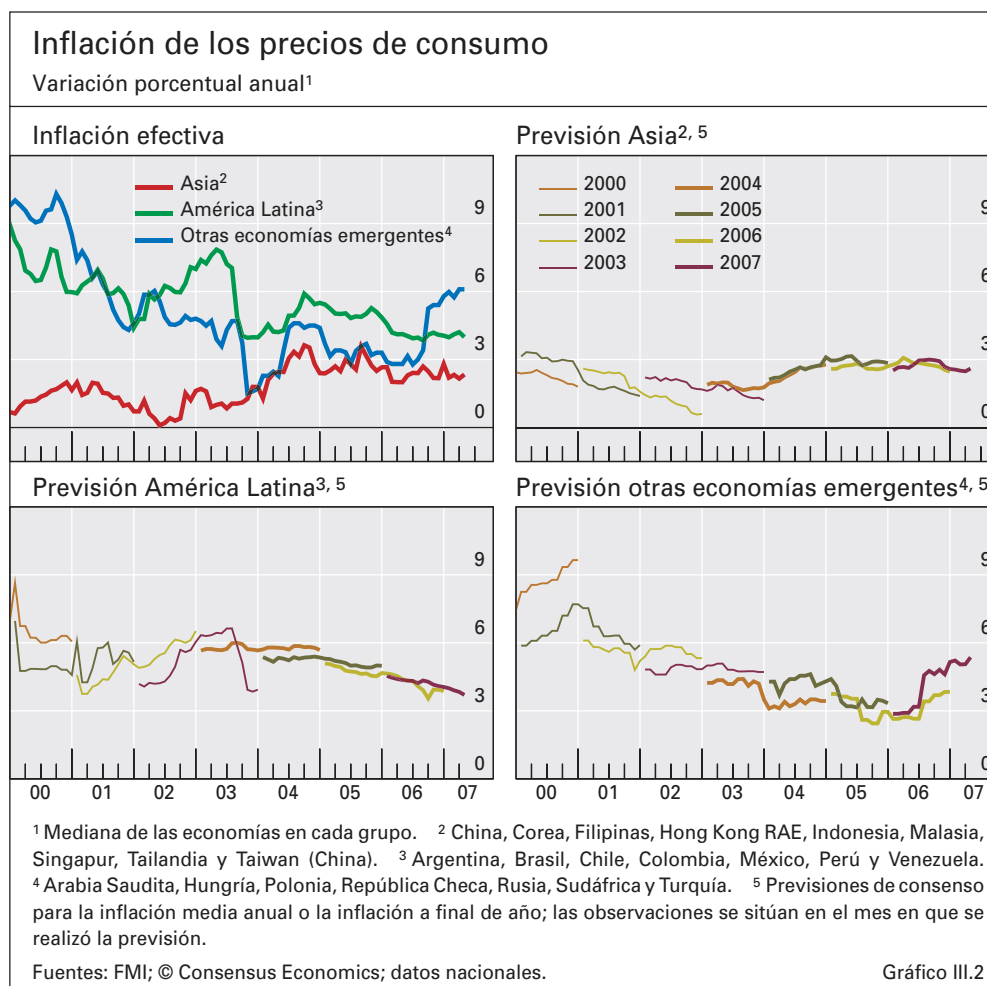
La inversión en el sector petrolero se ha demorado

Las previsiones de inflación son dispares...

... pero las expectativas podrían influir en la formación de salarios

Expectativas de inflación. Tomando el consenso de previsión como aproximación de las expectativas, el Gráfico III.2 muestra que se espera que la inflación en Asia permanezca en 2007 por debajo del 3%, todavía relativamente baja. Además, las previsiones de inflación han sido estables últimamente en Asia, mientras que se han elevado sustancialmente en otras economías de mercado emergentes tras un largo periodo de descensos, y han caído en los últimos años en América Latina.

Una de las razones por las que las expectativas de inflación son relevantes es que pueden dar lugar a mayores demandas salariales. Está generalmente aceptado que los incrementos salariales se han moderado por las grandes aportaciones a la oferta de factor trabajo mundial que ha generado la creciente integración de China y, cada vez más, de la India en la economía mundial. Este efecto podría verse reforzado en países con gran oferta de mano de obra procedente de sus propios sectores rurales. Sin embargo, estudios recientes muestran que mientras que los salarios de los trabajadores no cualificados de hecho no han aumentado en algunas de las principales economías de mercado emergentes (Brasil, China y la India), los salarios de los trabajadores cualificados o de aquéllos que no son operarios (empleados de oficina o responsables de supervisión o de servicios que suelen presuponer mayor preparación) se han incrementado rápidamente. Por ejemplo, desde el comienzo de esta década, los salarios reales de los operarios han crecido a una



tasa anual compuesta superior al 11% en China y Rusia. En la India también se incrementaron a principios de esta década los salarios reales de los trabajadores que no son operarios (aproximadamente el 3,8% anual). La posibilidad de que las expectativas de aceleración de la inflación pudieran incorporarse a las demandas salariales preocupa sobre todo en aquellos países donde los alimentos se han encarecido significativamente.

¿Podrían cambiar de repente las expectativas de inflación? El episodio de volatilidad de mercado de mayo y junio de 2006 (véase el Capítulo VI) y las recientes escaladas de los precios de los productos agrícolas dejan claro que tanto la inflación como sus pronósticos pueden dispararse de improviso e impedir que se cumplan los objetivos. Turquía y México son dos ejemplos de ello. En Turquía, la volatilidad registrada por el mercado en mayo y junio de 2006 desencadenó una brusca depreciación que se estima añadió 3,5 puntos porcentuales a la inflación efectiva y provocó una revisión al alza en las previsiones de inflación del sector privado para 2006 (de poco más del 7% al 10%) y 2007 (del 5,6% al 7,8%). En el caso de México, la inflación a finales de año sobrepasó inesperadamente el límite superior (4%) del rango objetivo de inflación (3% \pm 1%), en parte por el brusco encarecimiento del maíz. Los precios mundiales en dólares de este cereal aumentaron un 58% entre julio de 2006 y abril de 2007, en parte debido a su utilización para la producción de etanol (un biocombustible). Posteriormente, la inflación y sus previsiones en México siguieron rondando, o superaron, el límite superior del objetivo.

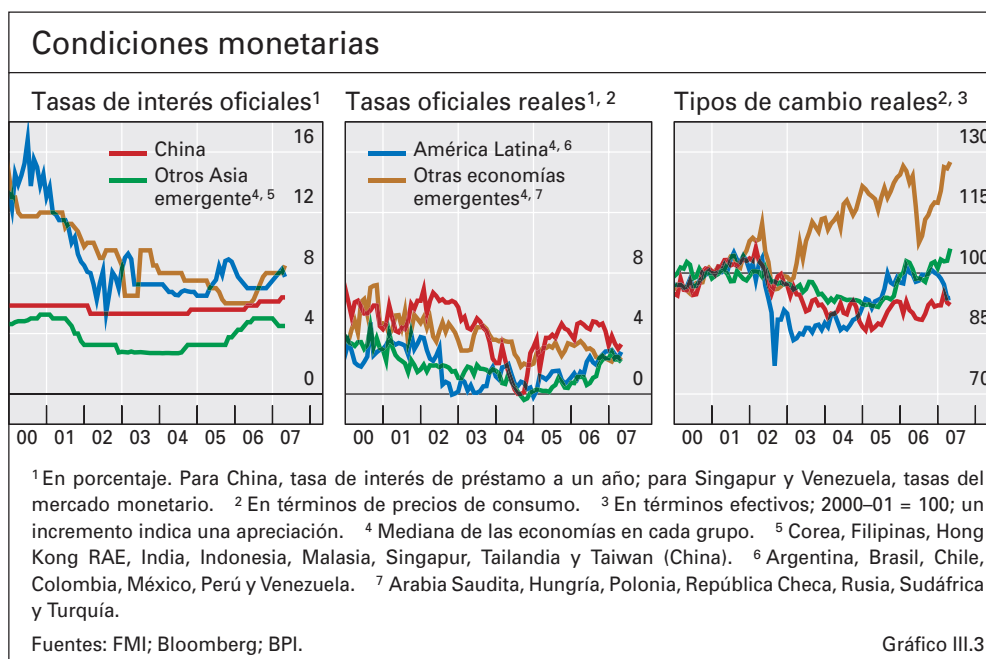
Las expectativas podrían cambiar de repente

En resumen, la tónica actual de inflación moderada que predomina en las economías de mercado emergentes no está exenta de riesgos. En algunos países, las restricciones de la capacidad productiva pueden llegar a ser un problema y es posible que se produzcan incrementos bruscos en los precios de las materias primas. Por lo tanto, no pueden descartarse repentinas revisiones al alza de la inflación y de sus expectativas.

Política monetaria

Con este trasfondo, la política monetaria ha tendido a endurecerse desde 2004. Sin embargo, las variaciones entre países han sido considerables y en algunas economías de mercado emergentes el ritmo de endurecimiento se ha desacelerado desde el segundo semestre de 2006 (véase el Gráfico III.3). Se ha observado un alza constante de las tasas de interés oficiales en la India (175 puntos básicos desde diciembre de 2004) y en China (81 puntos básicos), complementadas con medidas restrictivas adicionales (véase más adelante). No obstante, en otros países asiáticos las tasas oficiales han dejado de subir o incluso han caído desde mediados de 2006. En algunos casos, especialmente en Filipinas, Indonesia y Tailandia, esto obedeció a la aparición de signos de desinflación. En América Latina y otras economías de mercado emergentes las decisiones de política también han tenido resultados dispares. La desinflación ha provocado descensos de las tasas de interés en Brasil y, por un tiempo, también en México. En cambio, tres países con déficits en cuenta corriente que experimentaron presiones depreciatorias sobre sus monedas durante el episodio de volatilidad de mercado en mayo-junio de 2006 tuvieron que subir

Moderado endurecimiento de la política monetaria...



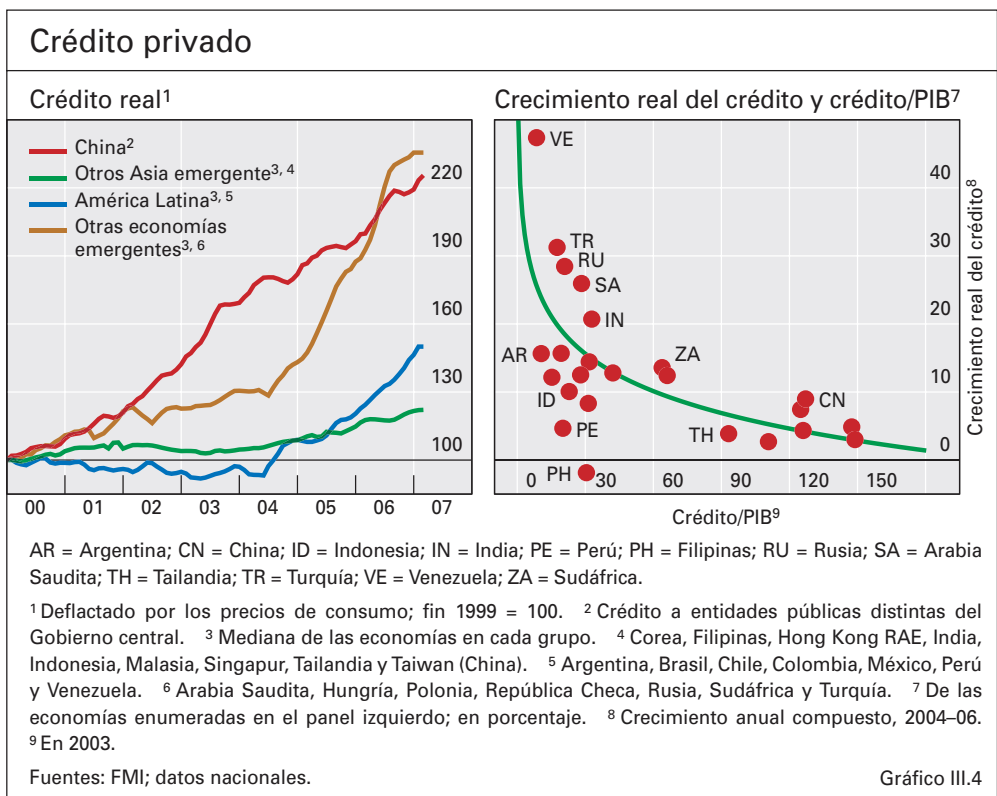
sus tasas de interés significativamente: Turquía, 425 puntos básicos, y Hungría y Sudáfrica, 200 puntos básicos cada uno. En Hungría, no obstante, el incremento de las tasas de interés también reflejó la preocupación por el déficit fiscal.

... pero resultados expansivos

Las implicaciones de estas decisiones de política para algunas mediciones comunes de las condiciones monetarias han sido diversas (véase el Gráfico III.3, paneles central y derecho). Las tasas de interés oficiales en términos reales empezaron a elevarse en China y en otras economías de mercado emergentes hace unos años. En las economías de mercado emergentes asiáticas (excluida China) y en América Latina, la mediana de estas tasas ha convergido hacia niveles superiores al 2%, mientras en China y otros países emergentes ha superado el 3%. Debe destacarse que en China la tasa de interés real sería negativa si se utilizase una tasa interbancaria, en lugar de la tasa de interés para préstamos bancarios, como aproximación a las condiciones monetarias. Estas tasas de interés reales son muy inferiores a los enérgicos ritmos de crecimiento potencial de muchas economías de mercado emergentes, lo que sugiere que las condiciones monetarias subyacentes se han mantenido relativamente expansivas.

El rápido crecimiento real del crédito privado...

El rápido crecimiento del crédito privado en términos reales en varias economías de mercado emergentes refuerza la impresión de que las condiciones monetarias son holgadas (véase el Gráfico III.4). Desde el final de 2003, cuando se hicieron patentes marcados incrementos reales del crédito privado en todas las regiones, la tasa compuesta anual de crecimiento del crédito bancario al sector privado ha sido casi del 9% en China, del 5% en otras economías de mercado emergentes asiáticas, del 15% en América Latina y del 21% en otros mercados emergentes. Las mayores tasas de crecimiento del crédito se han registrado en Venezuela (47%) y en la India, Rusia, Arabia Saudita y Turquía (en orden ascendente, entre el 21% y 31%). En algunos países de Europa central y oriental, el rápido crecimiento del crédito genera



especial preocupación, dado que gran parte de la deuda contraída por los hogares está denominada en moneda extranjera.

El crecimiento del crédito refleja tanto factores estructurales como coyunturales. Entre los estructurales, la profundización financiera parece especialmente importante. De hecho, los ritmos más rápidos de crecimiento del crédito privado en términos reales han correspondido a países con menores cocientes de crédito sobre PIB (véase el Gráfico III.4, panel derecho). En regiones como Europa central el incremento de la competencia en el sector bancario y la integración financiera también han tenido un papel importante en el crecimiento del crédito. Entre los factores coyunturales se cuentan la satisfactoria evolución económica y, como se verá más adelante, las medidas para contener las presiones a la apreciación de sus monedas.

Así como las tasas de interés oficiales y el crecimiento del crédito indican condiciones monetarias relativamente expansivas, la apreciación significativa de los tipos de cambio en términos reales en algunos países sugiere cierta moderación complementaria de la demanda agregada. Entre diciembre de 2004 y marzo de 2007, la apreciación real superó el 10% en Corea, Malasia y Tailandia y el 20% en Indonesia. Fuera de Asia, la apreciación real acumulada en el mismo periodo alcanzó el 34% en Brasil. La apreciación real del tipo de cambio, al contribuir a la desinflación y a la reducción de la demanda agregada, ha podido dar margen a algunos países para reducir sus tasas de interés oficiales o adoptar otras medidas de relajación monetaria. En algunos países estas presiones parecen haber bastado para inducir a las autoridades a rebajar las tasas de interés oficiales para frenar los flujos de capital «indeseados».

... refleja factores estructurales y coyunturales

La apreciación cambiaria contiene la demanda...

Aunque contribuyan a la desinflación, las presiones apreciatorias han generado preocupación al menos por tres motivos. Uno es su efecto adverso sobre la competitividad y el sector de bienes comerciables. Otro es que, al restar efectividad a los aumentos de la tasa de interés, pueden motivar el encarecimiento de los bienes no comerciables, especialmente los relacionados con la vivienda. Por último, estas presiones a la apreciación pueden revertirse fácilmente, lo que podría requerir subidas de las tasas de interés oficiales. Merece destacarse que algunos de los mayores aumentos nominales de las tasas de interés oficiales desde comienzos de 2006 se dieron en Turquía y Sudáfrica, países que experimentaron significativas presiones depreciatorias durante el episodio de volatilidad de mercado en mayo–junio de 2006.

... pero genera fuertes intervenciones

Además de permitir que las tasas de interés oficiales se situasen en niveles más bajos de lo normal, las presiones apreciatorias fueron contrarrestadas con fuertes intervenciones en los mercados cambiarios. Esto ha derivado en grandes y persistentes acumulaciones de reservas de divisas (véase el Capítulo V), con la consiguiente necesidad de ser esterilizadas. En varios países, incluido China, la esterilización a través de incrementos de los coeficientes de encaje bancario y ventas de títulos del banco central ha resultado cada vez más difícil o ha estado sujeta a efectos secundarios indeseables. Los coeficientes de reservas mínimas, remunerados a tasas de interés inferiores a las de mercado, constituyen en realidad un impuesto sobre los bancos. Además, en mercados imperfectamente integrados, la venta de títulos valores con fines de esterilización puede hacer crecer su rendimiento hasta niveles que atraigan aún más entradas de capital.

También se usaron medidas prudenciales...

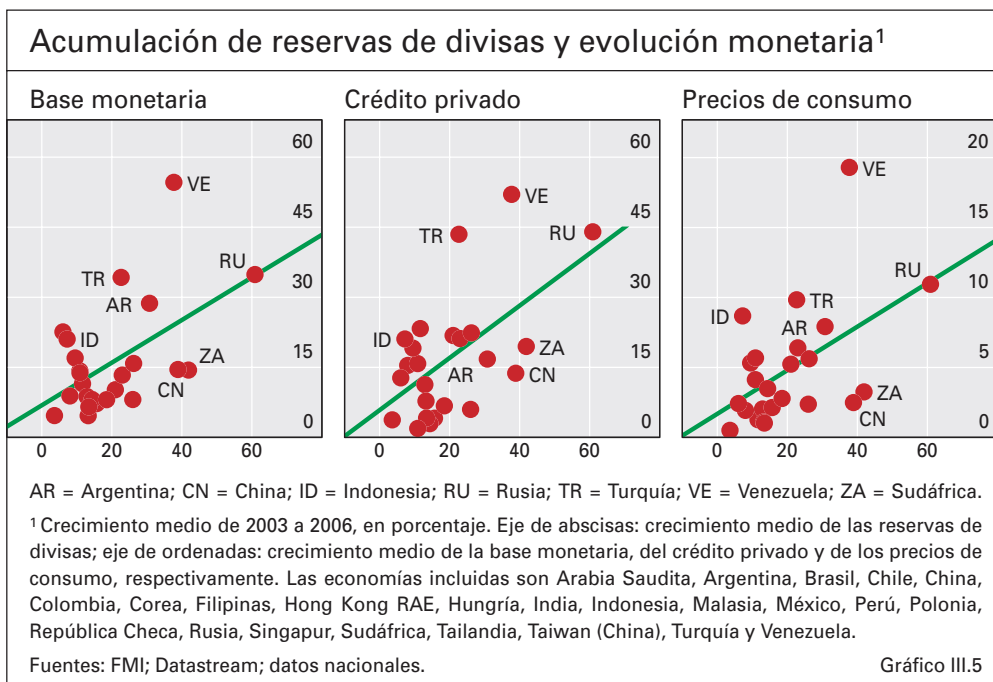
Varios países han aplicado también medidas prudenciales para desincentivar un rápido crecimiento del crédito y atender problemas sectoriales o de estabilidad financiera. Por ejemplo, en la India se aumentó el ponderador por riesgo atribuido al crédito hipotecario residencial (del 50% al 75%, revertido posteriormente), al crédito al sector inmobiliario comercial (del 100% al 150%) y al crédito al consumo (del 100% al 125%). También se aumentaron las provisiones requeridas para los créditos a sectores específicos.

... y medidas para impulsar los flujos de salida...

Algunos países también han tratado de mitigar el efecto de las entradas de capital estimulando las salidas y facilitando a los residentes la adquisición o tenencia de moneda extranjera. Las restricciones a la inversión extranjera o a las tenencias de activos en moneda extranjera se suavizaron el año pasado en China, Corea, la India y Tailandia. Las medidas adoptadas incluyeron el aumento de los depósitos en divisas permitidos a las empresas residentes (Tailandia) o la autorización de mayores compras de moneda extranjera (China), incentivos a los residentes para invertir en activos inmobiliarios y en valores extranjeros (Corea) y el consentimiento de mayores inversiones de cartera en el extranjero (China y la India). A pesar de todo, todavía no está claro hasta qué punto estas medidas han suavizado las presiones apreciatorias hasta la fecha.

... o controles de capital

Las dificultades para hacer frente a las presiones alcistas sobre el tipo de cambio hicieron que Tailandia intentara restringir los flujos de entrada de capital. En un primer momento, esta medida supuso la imposición de límites a las tenencias de activos en manos de no residentes y a los préstamos por



parte de éstos a las instituciones financieras nacionales que no tuvieran un propósito comercial o de inversión. En diciembre de 2006, se aplicaron coeficientes de efectivo mínimos no remunerados sobre los ingresos de capital a corto plazo similares a los aplicados previamente en Chile. Aunque una parte de estos controles se ha suprimido desde entonces en respuesta a la fuerte reacción en contra de los mercados afectados, la presión alcista subyacente sobre el baht tailandés pareció suavizarse. Más recientemente, Colombia aplicó controles de capital similares.

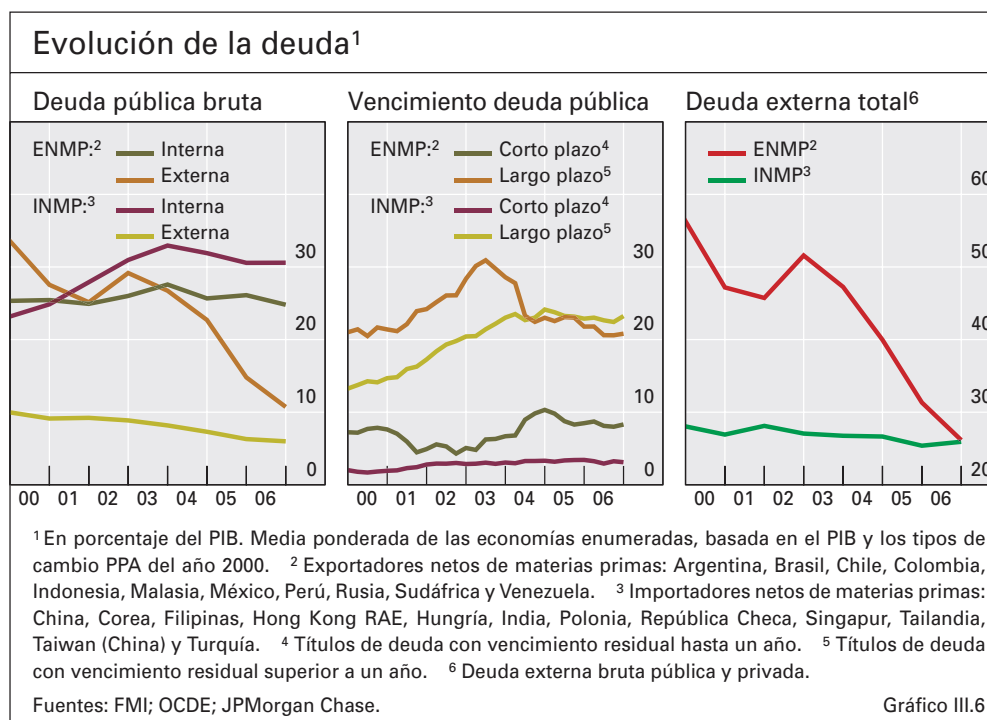
A juzgar por los comentarios de bancos centrales y analistas del mercado, la esterilización y las medidas suplementarias aquí citadas no han logrado reducir por completo la liquidez provocada por los flujos de entrada de divisas. De hecho, en una sección cruzada de países desde 2003, la acumulación de reservas parece haber estado asociada a un rápido crecimiento de la base monetaria y del crédito y a una mayor inflación (véase el Gráfico III.5). Aunque deben ser interpretadas con cautela, estas correlaciones simples refuerzan la impresión de que las condiciones monetarias relativamente laxas derivadas de presiones alcistas sobre la moneda todavía podrían desembocar en mayor inflación.

¿Es expansiva la acumulación de reservas?

Ajuste fiscal a medio plazo y gestión de deuda

Estabilización y reducción de la deuda

La solidez de las economías emergentes y su atractivo para los inversionistas dependen en gran medida de la situación patrimonial del sector público y del compromiso con el ajuste fiscal. Las autoridades han tratado de reforzar la estabilidad macroeconómica reduciendo o estabilizando la deuda pública y a través de una serie de operaciones de gestión de deuda orientadas a mejorar las condiciones financieras.



La deuda pública
bruta disminuyó...

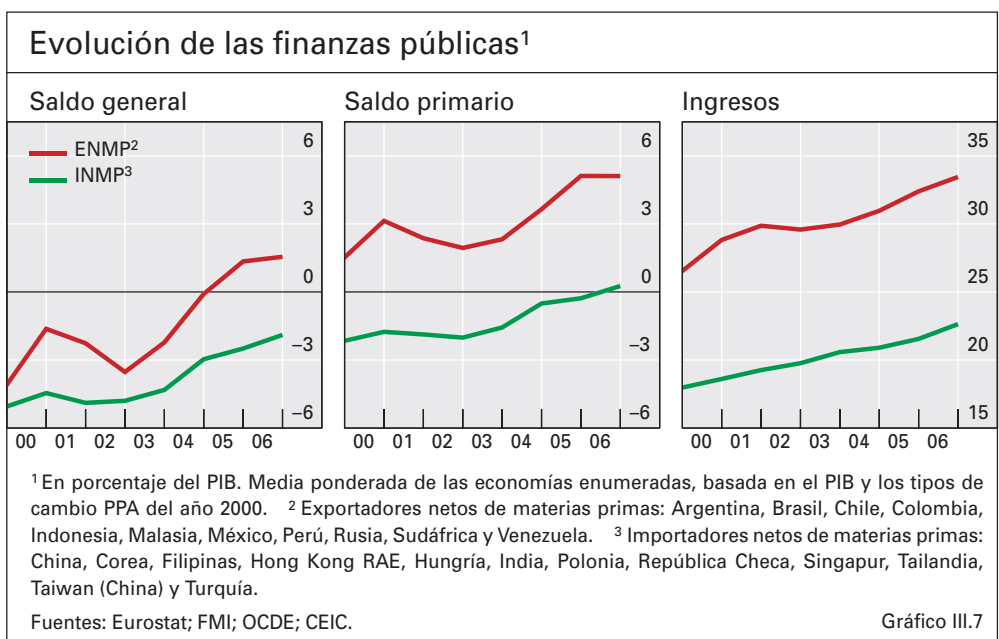
La deuda pública bruta ha disminuido (véase el Gráfico III.6, panel izquierdo, suma de interna y externa) no sólo en las economías de mercado emergentes que son exportadoras netas de materias primas, sino también en las que son importadoras netas. Entre 2003 y 2006, la mediana del cociente de deuda sobre PIB de todas las economías de mercado emergentes cayó aproximadamente 14 puntos porcentuales, hasta situarse en el 33%, con reducciones de deuda especialmente cuantiosas (superiores al 10% del PIB) en Brasil, Chile, Colombia, Filipinas, Indonesia, Perú, Rusia, Tailandia, Turquía y Venezuela.

... con cierta
influencia del
esfuerzo fiscal

Las menores tasas de deuda pública bruta obedecen en parte a la dinámica de intenso crecimiento y bajas tasas de interés y, en aquellos países con un volumen significativo de deuda denominada en moneda extranjera, a los efectos de la apreciación de la moneda nacional. Sin embargo, una base más sólida para la reducción de la deuda es la mejora subyacente de las cuentas públicas. Como ilustra el Gráfico III.7, los déficits fiscales han disminuido y los ingresos públicos han aumentado, sobre todo entre los países exportadores netos de materias primas. Estos resultados reflejan importantes avances en la disciplina fiscal, y es que los saldos primarios (que excluyen los pagos por intereses de la deuda) se han incrementado considerablemente en los últimos años (véase el Gráfico III.7, panel central) y han contribuido a la reducción de la deuda desde 2000.

Podrían
mantenerse las
mejoras fiscales

Se estima que los saldos primarios han aumentado moderadamente en 2006 y hay razones para confiar en que se mantengan las mejoras fiscales observadas hasta ahora. Para los países con importantes ingresos procedentes de la exportación de materias primas o de un crecimiento sólido, el principal problema ha sido asegurarse de que el componente cíclico del gasto no aumentase en la misma medida. De forma similar, algunos países han creado fondos de estabilización que permitirían suavizar el gasto público en épocas



difíciles, utilizando para ello los ingresos acumulados en las de bonanza. Algunos países han ido más allá del concepto de un fondo de estabilización cíclica y han introducido fondos de riqueza, diseñados para financiar transferencias a las generaciones futuras cuando se agoten los recursos no renovables del país. Por ejemplo, en Rusia, a partir de febrero de 2008, el actual fondo de estabilización del petróleo se dividirá en un fondo de reserva y otro para las generaciones futuras. Además de los impuestos sobre el crudo (que actualmente se acumulan en el fondo de estabilización), ambos fondos recibirán el grueso de los ingresos procedentes del impuesto sobre la extracción de minerales aplicable al petróleo y al gas y de los aranceles a la exportación de petróleo, gas y productos derivados del petróleo. El fondo de reserva se mantendrá en un nivel equivalente al 10% del PIB. En Singapur, aun careciendo de recursos minerales, la Government Investment Corporation ha gestionado durante años el equivalente a un fondo de riqueza en nombre del Estado, invirtiendo los superávits acumulados procedentes del Gobierno y de las aportaciones de los trabajadores en un Fondo de Previsión Central administrado por el Estado.

Sin embargo, las cuentas fiscales todavía preocupan. En algunos países, la deuda pública supera el 50% del PIB, a pesar de que las condiciones actuales son inusitadamente favorables. En el pasado, los países con un endeudamiento tan alto no solían superar el examen de sostenibilidad de la deuda (es decir, los saldos primarios no crecen lo suficiente para contrarrestar los crecientes niveles de deuda). Incluso los países que actualmente superan dicha prueba podrían dejar de hacerlo si el crecimiento económico o los precios de las materias primas descendieran bruscamente, o si las tasas de interés aumentaran significativamente durante un periodo prolongado.

Las cuentas
fiscales aún son
preocupantes

Gestión de la deuda

La sostenibilidad de la deuda depende tanto de su composición como de su tamaño. La deuda a corto plazo expone a los prestatarios a riesgos de

tasa de interés y de refinanciación. Una proporción elevada de deuda denominada en moneda extranjera expone al riesgo de depreciación de la moneda local.

Las operaciones de gestión de deuda para aumentar la solidez fiscal...

Para reducir estos riesgos y aumentar la solidez de la economía ante las perturbaciones, varias economías de mercado emergentes han acometido operaciones de gestión de deuda. Estas operaciones, que en ocasiones se plasman en principios formales para administrar la deuda (como en México), pretenden mejorar las condiciones de financiación, ampliar los vencimientos, reducir los desajustes cambiarios (descalces de monedas) y acudir más a los mercados de capitales internos en detrimento de los internacionales. Por ejemplo, en septiembre de 2006 Turquía llevó a cabo una transacción para alargar vencimientos emitiendo un nuevo bono global a diez años a cambio de bonos a más corto plazo y con cupón más elevado, y de efectivo. Otras operaciones se han centrado en canjear deuda externa por deuda interna denominada en moneda local. Si bien estas operaciones pueden aumentar el coste inmediato de la financiación, pues la deuda en moneda local suele devengar mayores tasas de interés que la denominada en moneda extranjera, reducen, sin embargo, la vulnerabilidad a la depreciación de la moneda. Con este objetivo, en agosto de 2006 México sustituyó 12.000 millones de dólares en bonos y préstamos externos por obligaciones en pesos. Al mismo tiempo, las economías de mercado emergentes han tratado de aumentar la emisión de deuda a interés fijo con vencimientos más largos.

... alargan los vencimientos y reducen la deuda exterior

En términos generales, estas operaciones han servido, primero, para incrementar el plazo medio de la deuda pública (de aquélla no utilizada en operaciones de esterilización), con el mayor aumento de la deuda a largo plazo comparado con el de la deuda a corto plazo entre los importadores netos de materias primas (véase el Gráfico III.6, panel central, que además no recoge la ampliación de los vencimientos por encima del año observada en algunos países, en particular en México). En segundo lugar, la proporción de deuda en moneda extranjera ha caído, lo que reduce la exposición a fluctuaciones del tipo de cambio. En Brasil, el porcentaje de deuda externa o vinculada a la moneda extranjera, neta de reservas, descendió desde casi el 39% del PIB en 2002 a menos del 10% en 2006, mientras que en Turquía lo hizo desde el 56% hasta el 36%. Los descalces de monedas agregados, una de las principales causas de las crisis de los años 80 y 90, se han reducido. Los superávits públicos en muchas economías de mercado emergentes les han permitido disminuir tanto la deuda pública como el monto total de deuda externa (véase el Gráfico III.6, paneles izquierdo y derecho), mejorando con ello su capacidad de reacción.

Flujos de divisas y precios de los activos

Una de las lecciones de las crisis de los años 90 es que los flujos de capital pueden influir sobremanera en los resultados macroeconómicos. La crisis asiática de 1997 estuvo precedida de presiones apreciatorias sobre las monedas de la región asociadas a entradas de capital, y de dinero fácil, que provocaron el aumento de los precios de los activos. Los denominados

«*sudden stops*» o reversiones de los flujos de entrada de capital conllevaron bruscas depreciaciones de las monedas, el desplome del precio de los activos y graves dificultades económicas. Los déficits en cuenta corriente previos y las pérdidas provocadas por los descálces de monedas agravaron estos problemas, desembocando en ocasiones en crisis bancarias.

La coyuntura actual en las economías de mercado emergentes parece mostrar ciertas similitudes con la situación previa a la crisis de 1997, por ejemplo en lo que respecta a las presiones a la apreciación de las monedas, la abundancia de moneda y los mayores precios de los activos. No obstante, también existen importantes diferencias. Salvo notables excepciones, las presiones apreciatorias se han asociado a superávits en cuenta corriente. Es más, las reservas de divisas han alcanzado niveles récord, superando en la mayoría de estas economías los umbrales considerados tradicionalmente como adecuados.

Hechos estilizados

Actualmente, los mercados emergentes están saturados de moneda extranjera. Así lo indica la brusca apreciación de las monedas de algunos países, al igual que la voluminosa acumulación de reservas de divisas, que en los últimos años han crecido con rapidez en un grupo de economías de mercado emergentes, hasta alcanzar a finales de 2006 los tres billones de dólares, o cerca del 27% del PIB de estas economías. La acumulación de reservas de China supuso un alto porcentaje del incremento total del año pasado (casi el 44%), aunque los porcentajes de Rusia (21%), la India, Corea y Brasil (entre el 5% y el 7%) también fueron significativos (véanse el Cuadro III.2 y el Capítulo V).

Las economías de mercado emergentes están saturadas de moneda extranjera...

En los últimos años, la principal fuente de entrada de divisas han sido los superávits en cuenta corriente, mientras que en los años 90 lo fueron los flujos de capital. El superávit en cuenta corriente agregado de las economías de mercado emergentes superó los 600.000 millones de dólares en 2006, mientras que las entradas netas de capital privado no llegaron a la mitad de ese valor. De hecho, aunque los flujos netos de capital privado en dólares hacia estas economías rondan los máximos históricos y superan los picos registrados a mediados de los años 90, medidos en porcentaje del PIB, han disminuido considerablemente en algunas de las principales regiones. La inversión extranjera directa (IED) y los flujos bancarios superan ahora en cuantía a los flujos por inversión de cartera (véase el Gráfico III.8). Sin embargo, los flujos de capital hacia algunas regiones (por ejemplo, hacia la Comunidad de Estados Independientes y Europa central y oriental) han cobrado especial relevancia. En Hungría, la India, Sudáfrica y Turquía los déficits en cuenta corriente también han seguido financiándose con abundantes entradas de capital.

... procedente de los superávits por cuenta corriente

Este patrón de saldos de cuentas internacionales tiene tres implicaciones. En primer lugar, los elevados superávits por cuenta corriente implican que las economías de mercado emergentes son ahora menos vulnerables a las perturbaciones y a los «*sudden stops*» de los flujos de capital. Durante el episodio de volatilidad de 2006 en los mercados financieros emergentes, fueron aquellos países con mayores déficits en cuenta corriente los que

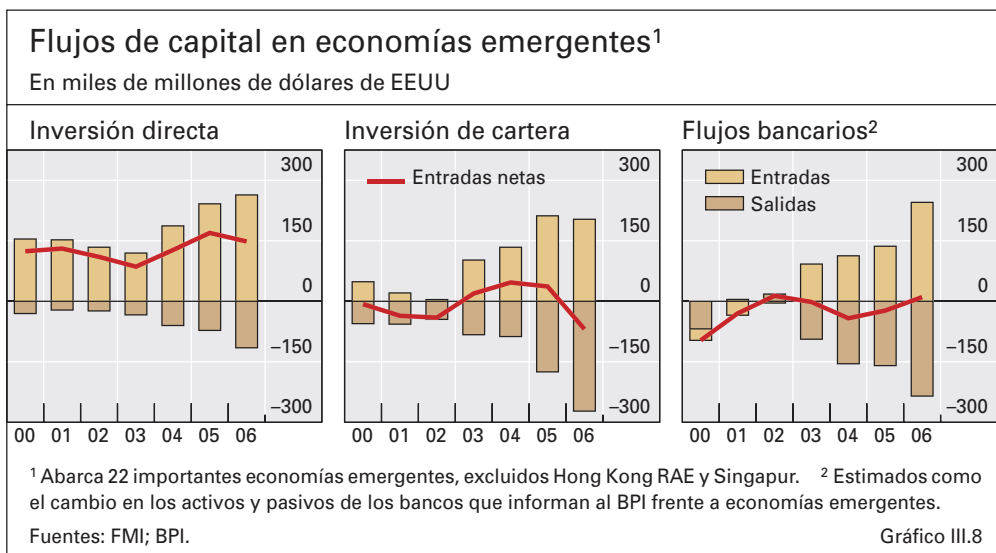
Menor vulnerabilidad a los «*sudden stops*»

Balanza de pagos					
En miles de millones de dólares de EEUU					
	Media anual 1996-97	Media anual 1998-2003	2004	2005	2006
Economías de mercado emergentes¹					
Balanza por cuenta corriente	-83	93	300	512	638
Flujos netos de capital privado	208	88	239	257	256
Flujos netos del sector oficial	10	-1	-58	-123	-144
Variación de reservas ²	-95	-156	-508	-590	-738
Asia					
Balanza por cuenta corriente	-12	109	172	245	340
Flujos netos de capital privado	82	11	143	70	54
Flujos netos del sector oficial	-1	-1	-7	-3	-10
Variación de reservas ²	-41	-112	-339	-284	-366
América Latina					
Balanza por cuenta corriente	-53	-43	20	35	49
Flujos netos de capital privado	86	41	13	34	10
Flujos netos del sector oficial	1	10	-9	-30	-18
Variación de reservas ²	-22	-3	-23	-33	-47
Europa central y oriental					
Balanza por cuenta corriente	-20	-25	-59	-63	-89
Flujos netos de capital privado	28	37	75	118	121
Flujos netos del sector oficial	-1	-1	-7	-8	-5
Variación de reservas ²	-9	-10	-14	-48	-21
Comunidad de Estados Independientes					
Balanza por cuenta corriente	-1	27	63	88	99
Flujos netos de capital privado	-4	-1	8	38	66
Flujos netos del sector oficial	-2	-5	-7	-22	-33
Variación de reservas ²	1	-13	-54	-76	-127
Oriente Medio					
Balanza por cuenta corriente	13	31	99	189	212
Flujos netos de capital privado	9	-4	-7	-11	-6
Flujos netos del sector oficial	1	-11	-34	-61	-81
Variación de reservas ²	-10	-11	-45	-105	-126
Las cuentas corrientes de las balanzas de pagos pueden diferir de las del Cuadro III.1 debido a diferencias en la cobertura geográfica.					
¹ También incluye África. ² Un signo negativo indica un incremento.					
Fuente: FMI, <i>Perspectivas de la Economía Mundial</i> .					
					Cuadro III.2

resultaron más vulnerables a las tensiones financieras. Además, la elevada proporción de IED relativamente estable en los flujos de capital hace menos probable una reversión de estos últimos.

En segundo lugar, las políticas gubernamentales aplicadas en varios países implican que los superávits en cuenta corriente podrían acarrear persistentes presiones a la apreciación. Algunas economías de mercado emergentes todavía exigen la liquidación de divisas en el mercado cambiario a los exportadores, al tiempo que restringen los egresos de capital. Esto conlleva que grandes ingresos de divisas, procedentes de los superávits por cuenta corriente y de los flujos de capital, se dirijan al mercado cambiario.

Las políticas refuerzan las presiones a la apreciación



Muchos países siguen resistiendo las consiguientes presiones tendentes a la apreciación de sus monedas, con las implicaciones ya comentadas.

En tercer lugar, los flujos netos de capital pueden subestimar la importancia de la participación extranjera en las economías de mercado emergentes, lo cual se refleja especialmente en los flujos brutos de entrada y en las tenencias crecientes de activos de economías de mercado emergentes en manos extranjeras. En los últimos años, los flujos de entrada brutos de inversión de cartera han sido significativos en varios países (véase el Gráfico III.8). Por ejemplo, según una estimación reciente, las entradas brutas de capital a las economías de mercado emergentes asiáticas, situadas en niveles próximos al 5–6% del PIB en 2006, rozaron sus máximos de mediados de los años 90 previos a las crisis asiática y rusa. Como consecuencia, los instrumentos de deuda en moneda local en manos de no residentes han aumentado considerablemente en un grupo de economías de mercado emergentes (Brasil, Hungría, Indonesia, Malasia, México, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía), aunque fuera de Europa central esta proporción es todavía relativamente pequeña. Es más, el porcentaje de mercados bursátiles emergentes abiertos a los inversionistas extranjeros, en términos de capitalización bursátil, es comparativamente alto, rondando el 34% del total en diciembre de 2006 (según el índice IFC). No obstante, es difícil identificar una tendencia en el acceso de los inversionistas extranjeros debido a la volatilidad de los índices bursátiles y de los segmentos abiertos a inversión extranjera.

Los grandes fondos y los inversionistas institucionales de mercados desarrollados, junto con los *hedge funds*, conforman el grueso de los flujos de capital brutos hacia las economías de mercado emergentes. Los fondos de pensiones y los de renta fija están diversificando gradualmente sus carteras a escala internacional para incluir los mercados emergentes, al tiempo que se estima que los activos en manos de *hedge funds* que siguen una estrategia en mercados emergentes se han incrementado bruscamente en los últimos años (véase el Capítulo VI). Además, los inversionistas extranjeros pueden cada vez más tomar posiciones en activos de mercados emergentes sin que esto tenga

Significativas
entradas brutas de
capital

Mayor participación
extranjera en
los mercados
emergentes...

que quedar necesariamente reflejado en los datos de flujos de capital. Una forma de hacerlo es mediante el uso activo de derivados financieros, en concreto los contratos a plazo sobre divisas con liquidación por compensación en monedas de mercados emergentes.

... debido a factores «de empuje» y «de arrastre»

Varios factores económicos parecen estar motivando la creciente participación extranjera en los mercados de activos de las economías de mercado emergentes. Estos incluyen «factores de empuje» como el mayor apetito por el riesgo, la continuidad de los rendimientos relativamente bajos en los mercados financieros desarrollados y el reciclaje de petrodólares hacia las economías de mercado emergentes no productoras de petróleo. Al mismo tiempo, «factores de arrastre» como la mejora en los fundamentos económicos han jugado un papel destacado. Por ejemplo, la reducción de la deuda externa o pública (véase anteriormente) se ha reflejado en una mejora de las calificaciones crediticias soberanas, que han atraído inversión extranjera. Ciertos avances tecnológicos también han fomentado la inversión en los mercados financieros emergentes al facilitar el seguimiento de la evolución de dichos mercados.

Los flujos de salida han enmascarado los de entrada

Los crecientes flujos de entrada de capital han quedado enmascarados por grandes flujos de salida, consecuencia del creciente volumen de activos financieros privados en las economías de mercado emergentes, de la eliminación de restricciones para la inversión en el extranjero y de la inversión en el exterior de ciertas entidades gubernamentales (incluidos los fondos de estabilización de materias primas o de riqueza antes mencionados). Durante los dos últimos años, las salidas brutas de capitales para inversión de cartera han sido altas en Arabia Saudita, China, Corea, Malasia y Rusia comparadas con las de otros países emergentes.

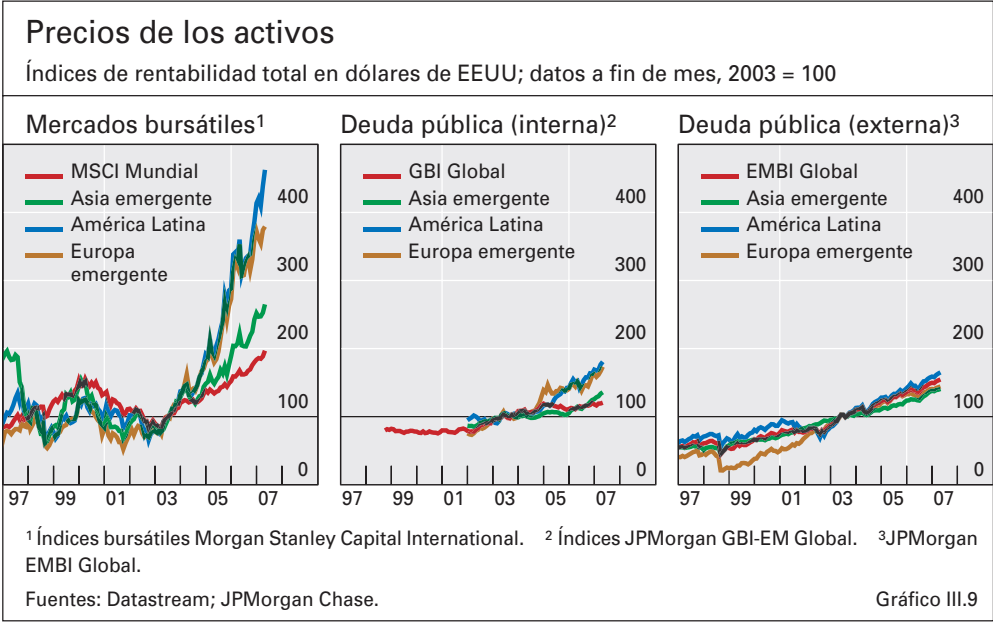
Implicaciones para los mercados de activos

Mayores rendimientos de los activos de mercados emergentes

El aumento sustancial de los rendimientos de los activos de las economías de mercado emergentes parece estar asociado a su creciente integración en los mercados financieros internacionales (véase el Gráfico III.9). Los rendimientos de los mercados bursátiles emergentes han sido especialmente elevados y, pese a episodios esporádicos de volatilidad, han superado ampliamente a los de los bonos tanto nacionales (panel central) como internacionales (panel derecho). El diferencial de volatilidad de los precios de las acciones respecto a los de los bonos parece haber aumentado (véase el Gráfico III.10), lo que puede tener implicaciones macroeconómicas. Al mismo tiempo, la apreciación de los activos ha comportado el incremento de la riqueza financiera, planteando la posibilidad de que las fluctuaciones en los precios de los activos afecten más que antes a la demanda agregada.

También ha aumentado la capitalización bursátil

Para ilustrar algunos órdenes de magnitud, la capitalización bursátil de las economías de mercado emergentes ha aumentado significativamente en el transcurso de la presente década, ascendiendo en la actualidad al 79% del PIB en Asia (excluidos Hong Kong RAE y Singapur), al 47% en América Latina y al 38% en Europa central. Aun así, estos porcentajes siguen siendo inferiores a los observados en Estados Unidos (124%) o Japón (108%). Estudios recientes revelan que la propensión marginal al consumo a largo plazo ante un cambio

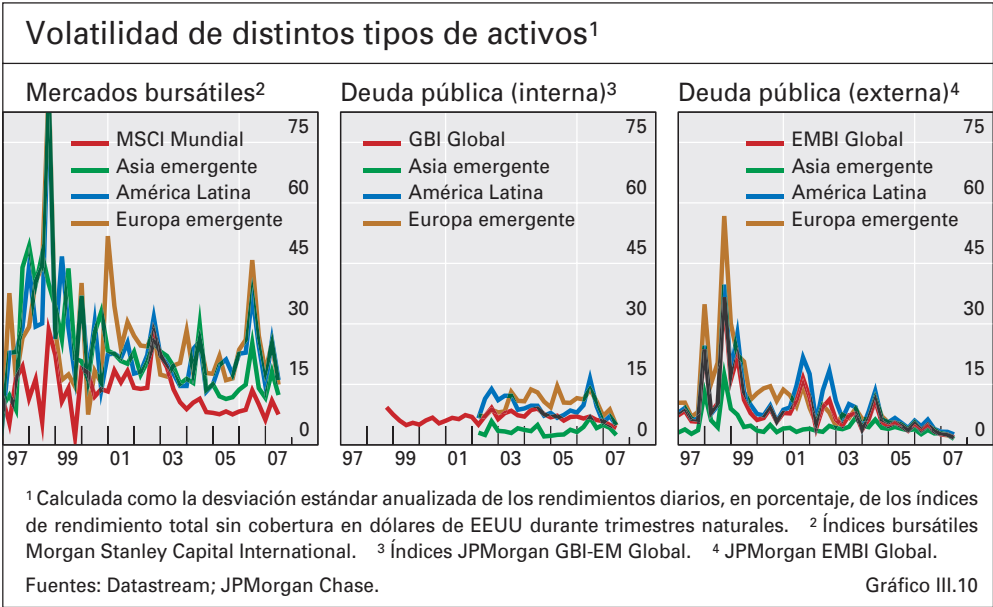


en el valor de la riqueza bursátil todavía es relativamente pequeña en Estados Unidos: aproximadamente, un centavo de dólar a corto plazo y cuatro centavos a largo plazo por cada aumento de un dólar en la riqueza financiera (a efectos de comparación, las respectivas estimaciones para la riqueza inmobiliaria son de 2 y 9 centavos).

En las economías de mercado emergentes, los efectos riqueza pueden ser sin embargo menores, dado que la participación en bolsa tiende a concentrarse en los segmentos más ricos de la población y en los no residentes, al contrario de lo que ocurre en Estados Unidos o Japón, donde son los hogares los que más participan.

Como se ha comentado anteriormente, los efectos riqueza asociados a otros activos, principalmente a los inmobiliarios, también podrían ser importantes. La experiencia de la crisis asiática de los años 90 sugiere que la creación de liquidez asociada a las intervenciones en los mercados

Los mercados inmobiliarios son importantes...



cambiarlos puede provocar un súbito repunte de los precios inmobiliarios y un pronunciado ciclo de auge y desaceleración, capaz de provocar distorsiones considerables en la economía y en el sector financiero. Hoy en día, éste podría ser el caso de países donde el crédito al sector privado ha crecido rápidamente. La limitación de datos disponibles hace difícil evaluar los riesgos, pero se sabe que los precios inmobiliarios subieron apreciablemente en 2006 en Corea y Sudáfrica, con tasas de crecimiento cercanas a los dos dígitos o mayores, así como en las ciudades de Manila y Mumbai. El rápido crecimiento del crédito sugiere que los inmuebles también podrían haberse encarecido en otros mercados para los que no se dispone de datos sobre precios de la vivienda. En algunos casos, ha preocupado el hecho de que los inversionistas extranjeros contribuyeran directamente a la volatilidad de los mercados inmobiliarios locales a través de sus inversiones. En China esto ha provocado que el Gobierno restringiese este tipo de inversiones, mientras en la India el Gobierno ha restringido recientemente el endeudamiento extranjero en el sector inmobiliario.

... pero las economías de mercado emergentes parecen reaccionar bien

Sin embargo, también hay razones para creer que las economías de mercado emergentes podrían reaccionar mejor que antes a las perturbaciones en los mercados inmobiliarios. Primero, como ya se ha comentado, el crecimiento más rápido del crédito se ha producido en países con relaciones de crédito sobre PIB relativamente bajas. Segundo, en algunos casos los aumentos de los precios de la vivienda no han sido generalizados. Por ejemplo, en Corea los incrementos más rápidos parecen circunscribirse a ciertos barrios ricos, afectando así a un segmento limitado de la población. Tercero, muchos países han tomado buena nota de lo aprendido en las crisis de los años 90 y han reforzado sus sectores financieros con vistas a contener los riesgos.

Preocupa la creciente participación extranjera

La creciente participación extranjera en los mercados financieros emergentes contribuye a una mayor profundidad y eficiencia de los mercados. Sin embargo, en ocasiones, se han planteado dos preocupaciones. La primera es que una fuerte presencia extranjera pudiera incrementar la volatilidad de los mercados pequeños, al alejar los precios de los niveles justificados por los fundamentos macroeconómicos internos. La segunda es que los mercados locales podrían verse más expuestos a sufrir la extensión o el contagio de las perturbaciones externas. Referente a la primera preocupación, hay cierta evidencia de «búsqueda del rendimiento» (inversión en activos que ya reportan alta rentabilidad) en los mercados bursátiles asiáticos. Esto podría indicar que los elevados rendimientos observados en esos mercados se han visto amplificadas por la participación de los inversionistas extranjeros. Es más, ciertas estrategias de inversión, como las *carry trades* para explotar el mayor rendimiento de los activos financieros de economías de mercado emergentes, han supuesto un diferencial de rendimiento favorable persistente, en clara incongruencia con las condiciones de arbitraje o de paridad de las tasas de interés características de unos mercados eficientes. Cualquiera de estas dos situaciones podría sentar las bases de una sobrerreacción y eventual volatilidad. Además, y quizás incluso más peligroso, los inversionistas extranjeros podrían revelarse más proclives que los residentes a cerrar

posiciones y abandonar el mercado, lo que introduciría mayor volatilidad en los mercados de activos.

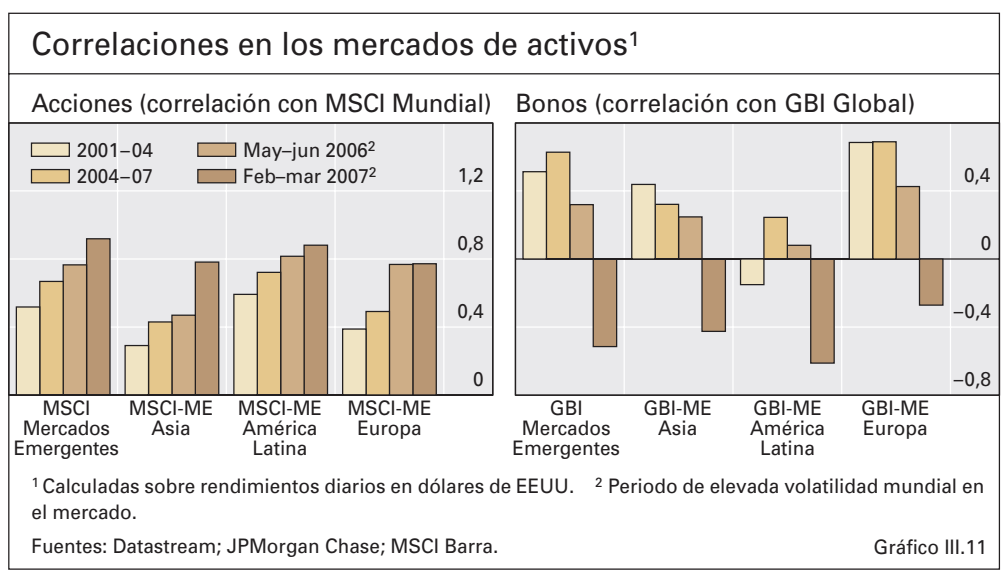
En cuanto al aumento de la exposición a las perturbaciones externas, la correlación entre los rendimientos de los mercados bursátiles emergentes y los mundiales parece haber aumentado desde mediados de 2004, cuando la Reserva Federal comenzó un ciclo de endurecimiento de su política, en comparación con el periodo 2001–04 (véase el Gráfico III.11).

Además, esta correlación se acentuó durante los periodos más recientes de volatilidad en los mercados mundiales (mayo–junio de 2006 y febrero–marzo de 2007). Aunque este tipo de correlaciones deben interpretarse con cautela, podrían indicar que los mercados bursátiles emergentes pueden estar más expuestos ahora a perturbaciones externas, en especial durante periodos de alta volatilidad en los mercados.

Sin embargo, también hay evidencia que avala que la mayor integración en los mercados mundiales no ha aumentado la volatilidad de los precios de los activos de mercados emergentes. En primer lugar, las más estrechas correlaciones entre los índices mundiales y los de mercados emergentes corresponden a la renta variable, pero resultan menos evidentes en los mercados de bonos (véase el Gráfico III.11). En segundo lugar, la relación precio/beneficios (PER) no parece elevada en muchas economías de mercado emergentes si se compara con la existente en los mercados desarrollados. La mediana de esta relación entre precio y beneficios pasados en las economías de mercado emergentes se situaba recientemente en torno a 15, prácticamente lo mismo que en la zona del euro, pero inferior al valor de 18 que alcanzaba en Estados Unidos. De todas formas, cabe mencionar que la dispersión del PER en los mercados emergentes ha aumentado últimamente de forma considerable, casi triplicándose desde mediados de 2006. Como resultado, las relaciones son muy superiores en algunas economías de mercado emergentes, incluida China, donde se situaron en 34 a mediados de mayo de 2007. En tercer lugar, como puede verse en el Gráfico III.10, la volatilidad de los mercados se ha reducido en general desde finales de los años 90, cuando la participación

Correlaciones crecientes de la rentabilidad de las acciones...

... pero la volatilidad continua siendo moderada



extranjera era menor. Aunque a primera vista esto podría indicar que la participación extranjera no ha elevado la volatilidad, lo cierto es que en muchos otros mercados también se ha registrado menor volatilidad. Esto implica que un incremento en la aversión al riesgo mundial aún podría tener efectos significativos sobre las economías de mercado emergentes.

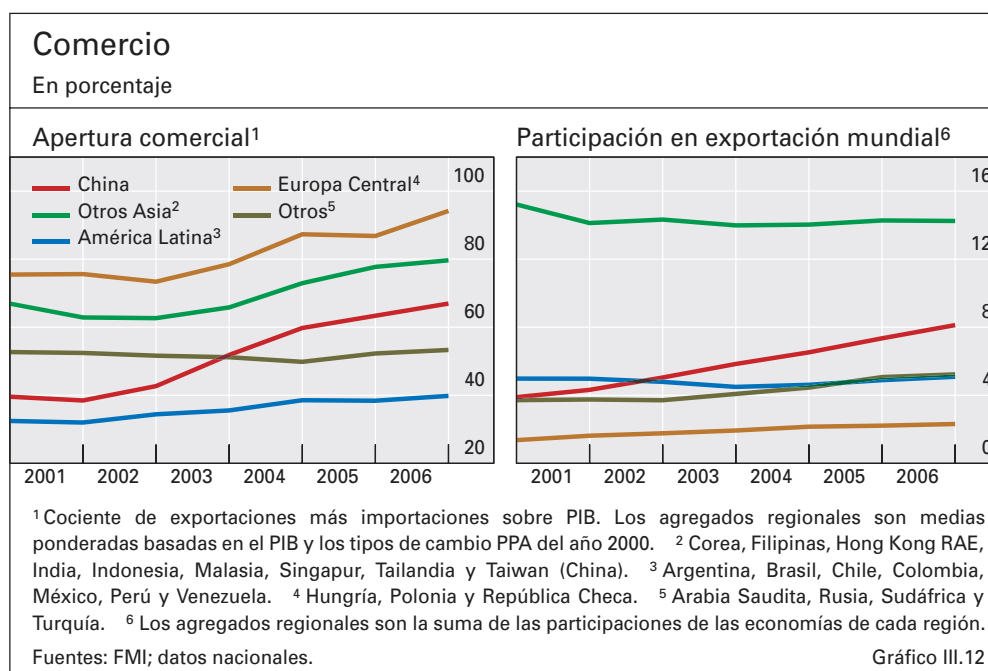
El comercio internacional de China: hechos estilizados e implicaciones

Desde su entrada en la OMC en diciembre de 2001, la participación de China en el total de las exportaciones mundiales se ha duplicado, alcanzando el 8% (véase el Gráfico III.12), mientras el país se convertía en uno de los cinco mayores receptores de las exportaciones de Asia emergente. Estos cambios se explican por la irrupción del país como centro manufacturero mundial que produce bienes finales a partir de la importación de bienes intermedios y de equipo. Esta evolución plantea tres cuestiones. La primera es en qué forma se han visto afectadas las oportunidades de negocio de los socios comerciales de China. La segunda es cómo ha variado la exposición de estos socios a perturbaciones exógenas. Y, la tercera, cuáles son las implicaciones de todo ello para las políticas de tipos de cambio en la región.

Cambios en los patrones del comercio

La irrupción de China en el comercio mundial se ha caracterizado por tres rasgos. En primer lugar, ha desplazado a otras economías asiáticas emergentes en los mercados de países industriales avanzados, pero también les ha proporcionado un importante mercado para sus productos. La cuota representada por las economías industriales avanzadas (Estados Unidos, Unión Europea y Japón) en las exportaciones de Asia emergente ha tendido a disminuir (véase el Cuadro III.3), mientras que el porcentaje de las exportaciones

China es un mercado importante para Asia...



Porcentaje del comercio asiático				
Medias, en porcentaje del total de exportaciones e importaciones respectivamente				
	Exportaciones		Importaciones	
	1996–2001	2005–06	1996–2001	2005–06
Economías asiáticas emergentes excluida China ¹				
Estados Unidos	21,0	14,6	14,3	9,4
Unión Europea	15,9	13,6	12,9	10,3
Japón	10,1	8,0	17,9	13,9
China	12,9	21,8	13,7	18,4
Comercio interno econ. asiáticas emergentes excl. China ¹	25,2	26,4	24,4	26,5
América Latina ²	1,8	1,8	1,2	1,3
Oriente Medio ³	2,7	3,4	6,3	9,2
África ³	1,3	1,6	1,4	1,1
China				
Estados Unidos	19,9	21,4	11,3	7,5
Unión Europea	15,6	19,3	14,6	11,3
Japón	17,4	10,2	19,7	14,9
Hong Kong RAE	20,2	16,0	4,6	1,6
Economías asiáticas emergentes excl. China y Hong Kong RAE	12,7	14,5	30,9	34,8
América Latina ²	1,7	2,4	2,2	3,9
Oriente Medio ³	2,6	3,3	3,0	5,3
África ³	1,7	2,3	1,6	3,2
<i>Pro memoria:</i>				
<i>Comercio interno Unión Europea</i>	<i>66,9</i>	<i>67,5</i>	<i>63,4</i>	<i>62,6</i>

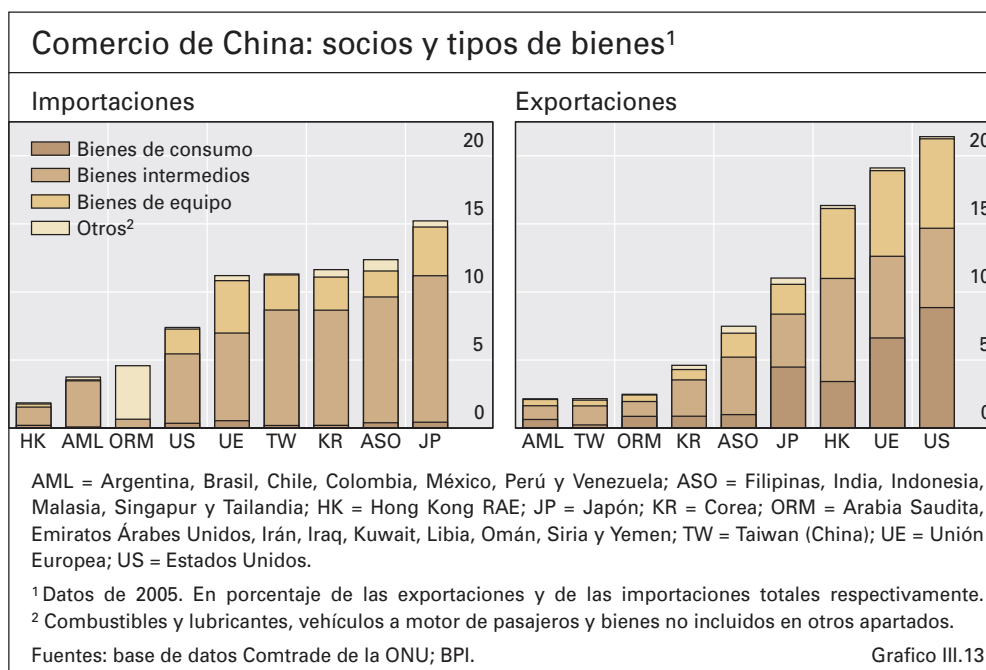
¹ Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwan (China).
² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ³ Clasificación regional de países del *Direction of Trade* del FMI.

Fuentes: FMI; cálculos del BPI. Cuadro III.3

de China a economías industriales avanzadas ha tendido a aumentar (con la sorprendente excepción de Japón). Al mismo tiempo, la participación de China en las exportaciones de Asia emergente ha crecido, desde el 13% en 1996–2001 hasta el 22% en 2005–06. En estos periodos, el porcentaje de Asia emergente en las importaciones chinas pasó del 31% al 35%.

En segundo lugar, una parte importante de las importaciones chinas corresponde a insumos para la producción, destinados en su mayoría al sector exportador. Aproximadamente el 70% de las importaciones chinas se compone de bienes intermedios, de los que el 57% procede de Asia emergente y de Japón (véase el Gráfico III.13, panel izquierdo). Al mismo tiempo, los bienes de consumo y de equipo suman el 72% y el 68% de las exportaciones chinas a Estados Unidos y a la Unión Europea, respectivamente. Esta situación revela una creciente integración vertical de los procesos de producción en Asia, que responde a la ventaja comparativa que algunos países parecen disfrutar en una fase u otra del proceso productivo. Las exportaciones chinas poseen por tanto un componente de importación relativamente alto y, en consecuencia, el valor añadido de China es reducido. Además, los márgenes

... que importa principalmente insumos para la producción...



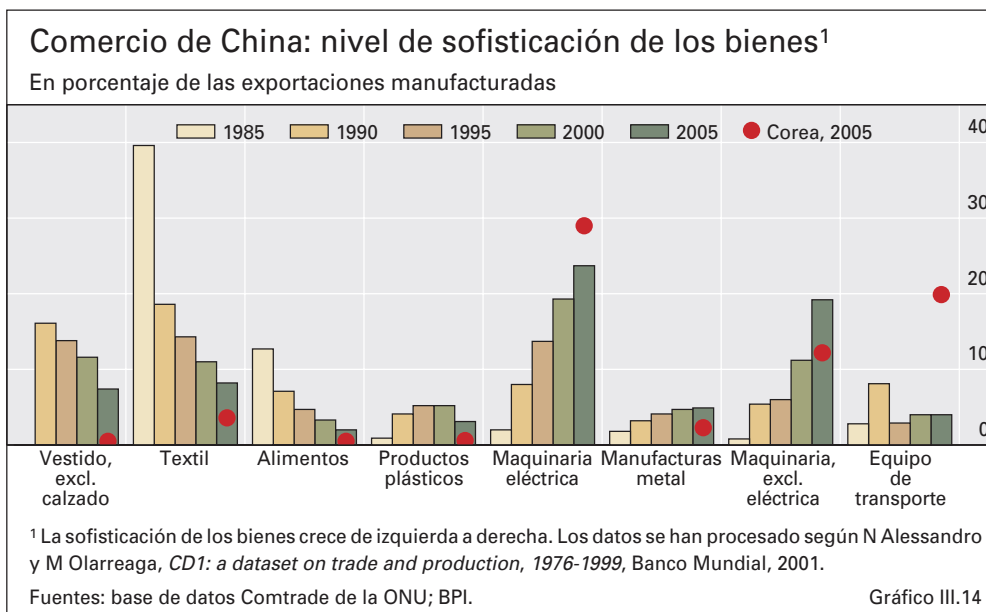
de distribución con frecuencia constituyen un porcentaje aún mayor del precio final minorista de las exportaciones chinas. En definitiva, se estima que una muñeca que se vende por 20 dólares en Estados Unidos sólo incorpora 35 centavos de valor añadido por la manufactura china.

... y desempeña un papel notable en los mercados de materias primas

Como también se aprecia en el Gráfico III.13, las relaciones comerciales de China van mucho más allá de las redes de producción asiáticas. En concreto, sus importaciones han contribuido de forma significativa a la demanda de materias primas procedentes de Oriente Medio y América Latina, que últimamente suponen en torno al 5% y al 3,3%, respectivamente, del total de exportaciones de esas regiones. La cifra correspondiente a África es del 7%. Además, una parte sustancial del aumento de la demanda de las principales materias primas es imputable a China. Por ejemplo, entre 2004 y 2006 le correspondió, de media, el 37% del incremento anual de la demanda mundial de petróleo. China es actualmente el segundo importador de petróleo de Asia, después de Japón, y se espera que la demanda aumente entre un 5% y un 7% al año. Este país es también el mayor consumidor del mundo de materias primas tales como cobre, níquel y zinc y, dada su elevada demanda, ha desempeñado un papel importante en el encarecimiento de estos productos. Es probable que esta demanda se mantenga durante algún tiempo, ya que China todavía está en fases tempranas de industrialización, en las que la inversión en infraestructura cobra particular importancia.

Exportaciones cada vez más intensivas en tecnología

En tercer lugar, las exportaciones chinas están desplazándose gradualmente desde bienes intensivos en trabajo y manufacturas menos avanzadas hacia bienes más intensivos en tecnología. Entre 1998 y 2005, el porcentaje de bienes de consumo en las exportaciones de bienes finales disminuyó del 48% al 32%, mientras que el porcentaje de bienes de equipo aumentó del 15% al 26% (la parte restante corresponde principalmente a bienes intermedios). La participación de las manufacturas en las exportaciones



totales también se ha incrementado, con un porcentaje creciente de bienes más sofisticados, como maquinarias (véase el Gráfico III.14). Los incentivos para producir bienes cada vez más intensivos en tecnología se vieron reforzados al anunciarse, en septiembre de 2006, la rebaja o abolición de las deducciones fiscales para ciertas exportaciones que poseen un valor añadido bajo o que implican mayor contaminación o un elevado consumo de recursos. El Gobierno también ha invertido copiosamente para impulsar la investigación y el desarrollo en China, aunque la falta de una adecuada protección de la propiedad intelectual sigue constituyendo un factor potencialmente disuasorio para las operaciones comerciales de alta tecnología.

Implicaciones a medio plazo: ¿cómo afecta China a las oportunidades comerciales?

La argumentación anterior sugiere que el impacto de China sobre las oportunidades comerciales de otras economías de mercado emergentes es múltiple, por su potencial como competidor y como nuevo mercado de bienes y servicios. Para algunos exportadores de materias primas de América Latina y de África que no compiten con China, su entrada en el comercio mundial ofrece claras ventajas por las mejoras en los términos de intercambio, aunque esos beneficios podrían verse limitados en la medida en que dichos países fueran importadores de crudo. Es de esperar que los países desplazados por China en la producción de bajo valor añadido o de ensamblaje, pero que ahora suministran a ese país insumos para sus procesos productivos, también sean beneficiarios netos. Por ejemplo, si bien cabe que China desplace a Corea en el montaje de ordenadores vendidos en economías avanzadas, este efecto podría quedar ampliamente compensado por la creciente demanda china de componentes informáticos coreanos, como semiconductores.

Por el contrario, las economías que compiten con China en bienes finales pero no compensan esa competencia vendiéndole insumos para la producción,

La entrada de China en el comercio mundial beneficia a algunos...

... y puede suponer un reto para otros

verán reducirse sus oportunidades comerciales. China ha desplazado a México y a América Central como proveedor de tejidos y prendas de vestir para el mercado estadounidense y empieza a competir en bienes de tecnología media (productos electrónicos y eléctricos, computadores y componentes para la industria automotriz). Otros países se han visto afectados en parte por sus propias políticas internas. Por ejemplo, China es líder mundial en ventas de textil en competencia directa con la India. Las importaciones chinas de tejidos de alta calidad para fabricar estos productos han aumentado, si bien proceden principalmente de Japón y de economías de reciente industrialización y no de la India, pese a que este país es el segundo productor mundial. Ello se debe en parte a las restricciones impuestas por el propio Gobierno indio a la exportación de la industria textil.

China importa poco para consumo interno

Las oportunidades comerciales a medio plazo creadas por la integración de China en el mercado mundial serían considerablemente mayores si su demanda de importaciones comenzara a reflejar su propia demanda interna final, además de la demanda asociada a sus exportaciones, circunstancia ésta que aún no se da. Los bienes de consumo finales representan sólo el 4% del total de las importaciones de China y se estima que la elasticidad de la demanda de sus importaciones ordinarias (es decir, aquéllas no utilizadas en los procesos productivos del sector exportador) con respecto al gasto interno es insignificante. En consonancia con ello, China parece estar inmersa en un proceso a gran escala de sustitución de importaciones; por ejemplo, recientemente se ha vuelto autosuficiente en lo que se refiere al acero.

En relación con lo anterior, a medio plazo surge la pregunta de si el rápido crecimiento de China y su demanda de importación de materias primas y de bienes intermedios son de por sí sostenibles. Sus formidables tasas de inversión corren el riesgo de financiar proyectos de rentabilidad baja o incluso negativa. En los años 80 y comienzos de la década de los 90 también se registraron altas tasas de inversión en Asia oriental, que culminaron en la crisis de 1997–98.

El exceso de inversión amenaza el crecimiento...

La evidencia reciente apunta a que el mayor acceso al sistema financiero formal que las empresas estatales chinas disfrutan fomenta el exceso de inversión y reduce el rendimiento marginal del capital. De hecho, los niveles de productividad de estas empresas estatales son aproximadamente un 30% inferiores a los de las empresas privadas. Se estima que una asignación de recursos más eficiente permitiría a China reducir en un 5% del PIB sus niveles de inversión y elevar el consumo sin sacrificar crecimiento económico. Hoy en día, las autoridades intentan contener las inversiones improductivas con diversas medidas administrativas, reduciendo el crecimiento del crédito (en ocasiones, de forma selectiva) y endureciendo la política monetaria. Pero estas medidas del sector público necesitan ir acompañadas de fuerzas de mercado que también actúen con eficiencia y rapidez para contener la inversión improductiva. Evidentemente, cuanto más tiempo se permitan estas asignaciones ineficientes de recursos, mayores serán finalmente sus repercusiones.

... y expone a los bancos a riesgos

Un efecto relacionado con el acceso fácil al crédito ha sido la alta concentración de la exposición bancaria a empresas estatales menos

rentables. Según las cifras oficiales, alrededor del 40% de las empresas industriales públicas incurren en pérdidas. El grueso de los beneficios agregados registrados corresponde a un número relativamente pequeño de empresas que se financian principalmente con beneficios no distribuidos, no con préstamos bancarios. Esto implica que una parte sustancial del crédito de los bancos chinos podría incurrir en mora si la economía del país se desacelerara de un modo significativo. Presumiblemente, esto también tendría importantes implicaciones fiscales, a menos que entre tanto los bancos chinos aumentaran considerablemente su rentabilidad.

Otra preocupación a medio plazo para los competidores más avanzados tecnológicamente, como Corea, es que puedan quedarse «con las manos vacías» debido a la progresiva tendencia a trasladar los trabajos manufactureros a China. Con todo, cabe algo de optimismo a este respecto. Aunque China ha acaparado el grueso de los flujos de IED hacia los mercados emergentes, su cuota ha caído desde un máximo del 39% en 2003 a un 26% en 2006. Es más, con la notable excepción de Japón, Hong Kong RAE y Taiwan (China), la contribución de la producción manufacturera al PIB no ha disminuido en otras economías de mercado emergentes asiáticas desde 1993. No obstante, esto no excluye la posibilidad de que el empleo en el sector manufacturero pudiera todavía caer en respuesta al aumento de la productividad, como parece haber ocurrido en Estados Unidos y en otras economías industrializadas avanzadas.

No se han visto efectos de desplazamiento

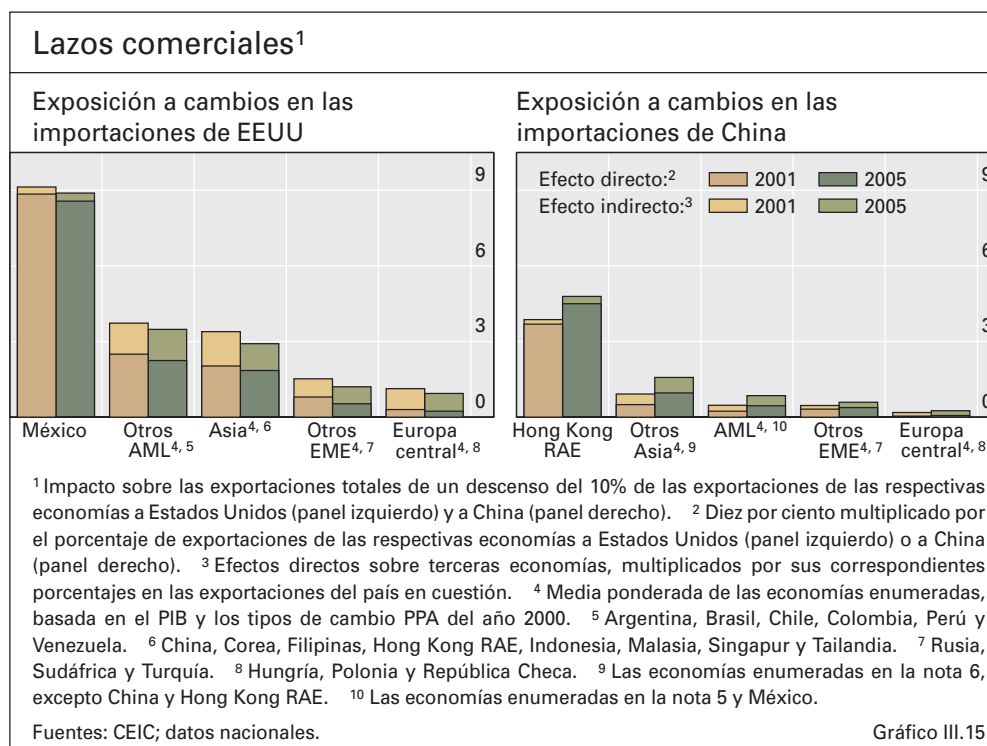
Las economías emergentes asiáticas (excluida China) frente a las perturbaciones: grado de exposición y de solidez

El creciente protagonismo de China en el comercio mundial ha cambiado los canales a través de los cuales se transmiten a las economías de mercado emergentes las perturbaciones de la demanda externa y ha influido también en el patrón de correlación entre los flujos comerciales. Una desaceleración estadounidense afecta a Asia emergente al disminuir la demanda de sus exportaciones a Estados Unidos (efecto directo sobre la demanda), pero también tiene efectos indirectos que se materializan en la desaceleración de la demanda estadounidense de exportaciones chinas. Por ejemplo, una caída del 10% en las importaciones de Estados Unidos reduce directamente las exportaciones de Corea un 1,5%. Sin embargo, la misma perturbación también reduce las exportaciones de China un 2,1%, provocando una caída adicional de las importaciones procedentes de Corea. En determinados supuestos, estos efectos indirectos reducen las exportaciones coreanas otro 1,3% (véase el Gráfico III.15). Una desaceleración de este tipo en Estados Unidos también podría provocar una depreciación del dólar frente a las monedas asiáticas, lo que amplificaría aún más los efectos directos e indirectos.

Gran impacto de una desaceleración en EEUU...

La falta de respuesta de las importaciones chinas de bienes finales a los cambios en la demanda interna antes mencionada sugiere que una desaceleración en China afectaría a las economías asiáticas menos que una en Estados Unidos. No obstante, de ello también se deduce que el efecto de amortiguación que podría proporcionar China a las economías

... o menor impacto de una desaceleración en China



asiáticas ante una posible perturbación adversa en la demanda mundial también sería más limitado.

Implicaciones para las políticas de tipo de cambio

En caso de una apreciación del renminbi frente al dólar...

Es probable que el desarrollo de redes comerciales afecte a las políticas de tipo de cambio, pero los efectos concretos dependerán del grado de competencia comercial directa, del comercio a través de redes de producción y de la sincronización de ciclos económicos resultante. Por ejemplo, un incremento de la demanda estadounidense de exportaciones chinas, en una situación de equilibrio, requeriría una apreciación del renminbi frente al dólar. La respuesta cambiaría de los vecinos asiáticos de China dependería entonces de hasta qué punto compitieran con China o formarían parte de una red de producción (verticalmente integrada) con este país.

... los competidores de China preferirían una devaluación frente al renminbi...

Por una parte, dependiendo del grado de competencia de China con sus vecinos en terceros mercados, aquéllos desearían ver depreciarse sus monedas frente al renminbi. Un indicador de ello es el grado de solapamiento entre bienes exportados: entre China y Tailandia, por ejemplo, esta variable creció del 50% en 1998 al 55% en 2005; entre China y Corea se incrementó del 44% al 56% durante el mismo periodo. En cambio, China no compete en absoluto con la mayoría de los países de América Latina (a excepción de México).

... pero una mayor sincronización puede propiciar la vinculación al renminbi

Por otra parte, como ya se ha comentado, la medida en que los vecinos de China están vinculados con este país a través de redes de producción determina el crecimiento de la demanda de sus exportaciones a China. Por lo tanto, para evitar desajustes externos o recalentamiento, estas economías tienen incentivos para dejar que sus monedas se aprecien siguiendo al renminbi. Así, la mayor sincronización de los ciclos económicos resultante de

las redes de producción tendería a vincular más estrechamente las monedas de Asia oriental con la de China. Este efecto puede verse atenuado, no obstante, en la medida en que los flujos comerciales no sean sensibles a las variaciones de los tipos de cambio.

La irrupción de China como un destacado socio comercial ya ha producido efectos sustanciales sobre la economía mundial. La forma en la que logre un crecimiento sostenible tendrá grandes consecuencias para el resto del mundo en los próximos años.

IV. La política monetaria en los países industriales avanzados

Aspectos más destacados

Durante el periodo analizado, la política monetaria se tornó por lo general más restrictiva, con el aumento de las tasas de interés oficiales por parte de los bancos centrales de los países industriales avanzados. El cambio de signo reflejó en gran medida la creciente utilización de los factores productivos en el marco de una demanda mundial cada vez mayor y la consiguiente amenaza de presiones inflacionistas. Los elevados precios de las materias primas, en especial los del petróleo a comienzos del periodo, alimentaron la preocupación de que la dinámica inflacionista a corto plazo pudiera transmitirse a las expectativas de inflación a más largo plazo.

En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo sin variación las tasas de interés durante la mayor parte del periodo, al moderarse la actividad económica y preverse una disminución prácticamente generalizada de las presiones inflacionistas. No obstante, aumentó la inquietud ante la posibilidad de que la deseada moderación de la inflación subyacente en Estados Unidos no llegara a materializarse. El BCE endureció considerablemente su política, basándose entre otras cosas en la menor holgura de la capacidad productiva y en el rápido crecimiento del dinero y del crédito. El Banco de Japón se vio inmerso en circunstancias bien distintas. Tras haber superado buena parte de los impedimentos estructurales para el crecimiento, la economía japonesa dio señales más esperanzadoras de recuperación sostenida. El Banco de Japón se sirvió de su nuevo marco de política monetaria de «doble perspectiva» para justificar dos incrementos de la tasa de interés oficial, que aun así seguía muy baja al final del periodo.

Otros países industriales avanzados adoptaron en general una política monetaria más restrictiva ante una variada combinación de factores externos e internos. El Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia endurecieron sus políticas en un entorno de tasas de interés oficiales relativamente elevadas, pero con niveles de inflación medios o altos para el gusto de las autoridades monetarias. El Banco Central de Noruega, el Sveriges Riksbank y el Banco Nacional de Suiza siguieron avanzando hacia la normalización de las tasas de interés oficiales, partiendo de un nivel comparativamente bajo.

A pesar de las subidas de las tasas de interés oficiales y de los reducidos niveles generales de inflación, en ciertos ámbitos se expresó preocupación por el rápido crecimiento del dinero y del crédito. Esta inquietud ha venido determinada hasta cierto punto por la evolución de las posturas sobre el papel que han de desempeñar los agregados monetarios y crediticios en la dirección de la política monetaria. Para aclarar este debate, la última sección de este

capítulo valora los distintos puntos de vista a la luz de la experiencia de los bancos centrales en los últimos 35 años.

Análisis de la evolución

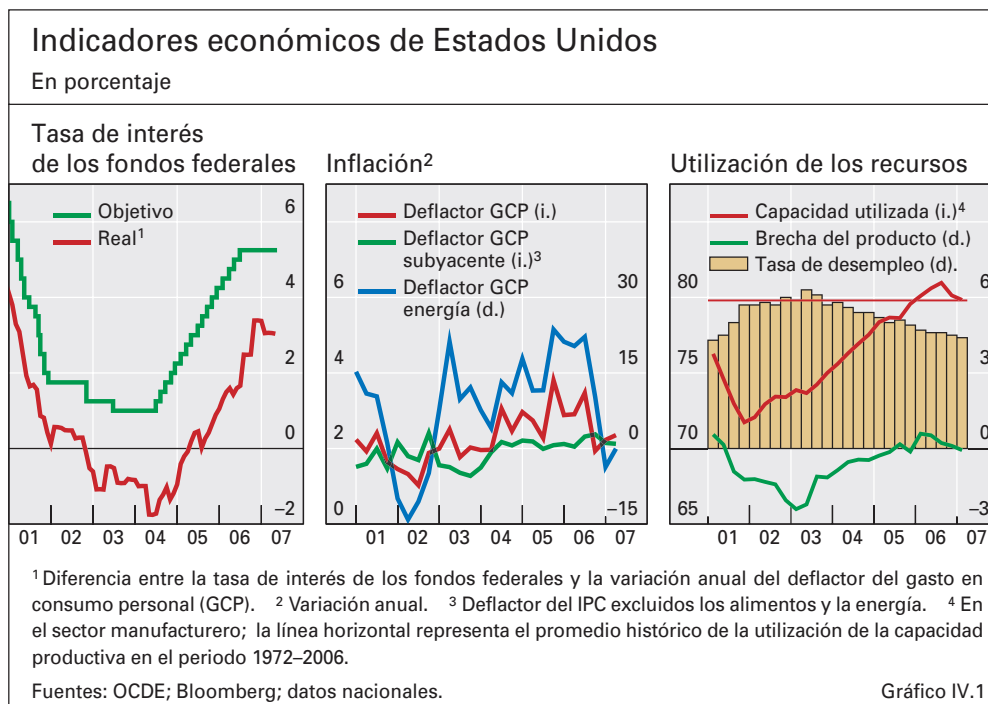
Estados Unidos

La Reserva Federal comenzó el periodo analizado reduciendo de nuevo el grado de acomodación de su política. En junio de 2006 elevó la tasa de interés objetivo de los fondos federales hasta el 5,25% (el decimoséptimo incremento consecutivo de 25 puntos básicos) y no la volvió a modificar desde entonces (véase el Gráfico IV.1). No obstante, esta estabilidad ocultó los cambiantes riesgos que las autoridades monetarias hubieron de contrapesar conforme evolucionaban las perspectivas económicas y de inflación. Durante la mayor parte del periodo, la cuestión fundamental para la Reserva Federal consistió en determinar si sería necesario tomar medidas adicionales, principalmente encaminadas a endurecer su política, para garantizar una disminución gradual de la inflación subyacente y un crecimiento económico sostenible. Pero, según avanzaba el año, el temor a que el producto rebasara significativamente su trayectoria sostenible empezó a disiparse de la mano de la moderación de la actividad económica. La evolución posterior de los hechos dio en gran medida la razón a la Reserva Federal en cuanto a que, como respuesta retardada al incremento de las tasas de interés, la economía, y en particular el mercado de la vivienda, perderían fuerza.

La política monetaria se tornó más restrictiva antes de hacer una larga pausa

Los datos disponibles a finales de 2006 y comienzos de 2007 influyeron notablemente en la valoración de la Reserva Federal sobre las perspectivas de crecimiento. Diversas fuerzas compensatorias se dejaron sentir en este entorno, creando incertidumbre sobre la adecuada orientación de la política

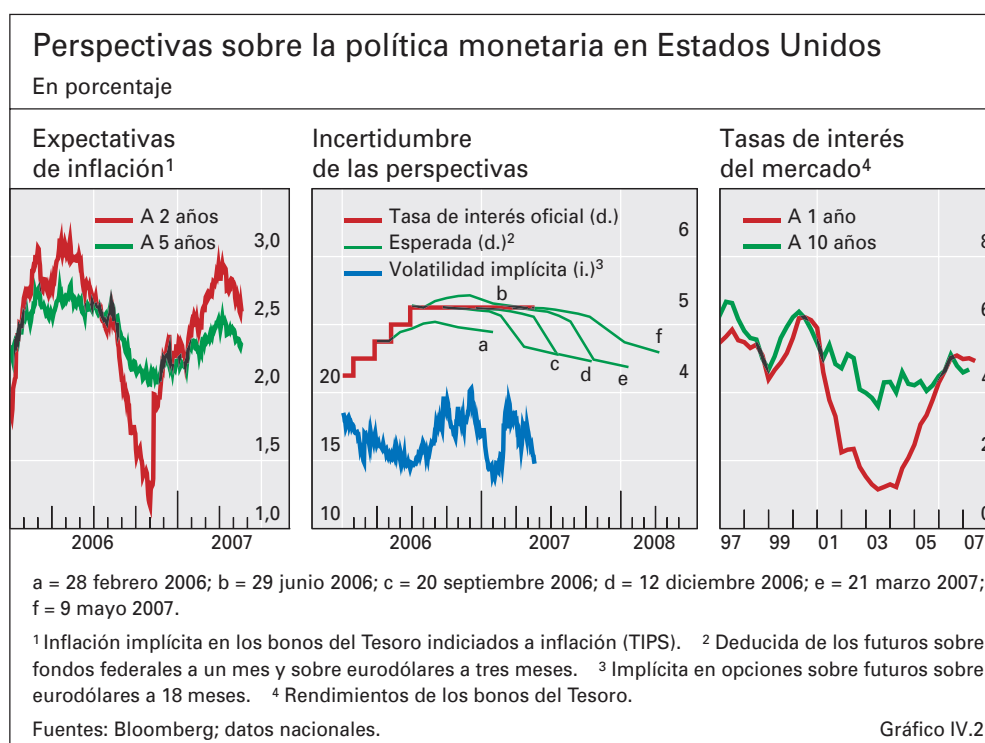
La actividad económica se moderó...



monetaria. A diferencia de los ajustes que fueron produciéndose en los sectores sensibles a las tasas de interés, que contribuyeron a una satisfactoria moderación de la actividad económica, los crecientes problemas en el mercado hipotecario de alto riesgo hicieron temer una desaceleración más acentuada e intensa en el sector inmobiliario (véase el Capítulo II). Los indicios de repercusiones bastante leves en otros mercados y en la propensión al gasto de los consumidores alentaron la confianza en que las eventuales consecuencias serían limitadas en el corto plazo. No obstante, con este telón de fondo, el escaso dinamismo de la inversión empresarial (un tanto atípico si se consideran los reducidos diferenciales de la deuda, los sólidos beneficios de las empresas y la moderada expansión de la demanda agregada) ganó peso a la hora de valorar los riesgos a la baja para el crecimiento.

... pero la inflación subyacente fue elevada

Al mismo tiempo, la Reserva Federal expresó cierta inquietud por el elevado nivel de la inflación subyacente y la posibilidad de que repuntasen las expectativas de inflación. Si bien los altos precios de las materias primas energéticas y no energéticas contribuyeron a desacelerar la actividad económica, también ejercieron presiones al alza sobre la inflación general, que parecieron transmitirse de forma gradual a la inflación subyacente, especialmente en 2006. Aunque las presiones ejercidas por los precios energéticos remitieron a finales de año, el Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) se mostró cada vez más preocupado por que la inflación subyacente pudiera alcanzar o rebasar el extremo superior del intervalo más propicio para lograr crecimiento sostenible y estabilidad de precios a medio plazo. Aunque el FOMC esperaba una moderación de la inflación subyacente, también tuvo muy presente la posibilidad de que la inflación no disminuyera tanto como se esperaba, con lo que las expectativas al respecto podrían llegar a consolidarse en un nivel



demasiado elevado (véase el Gráfico IV.2). Esta posibilidad se intensificó por el mayor tensionamiento de los mercados de trabajo y el repunte de las presiones salariales en determinados sectores. Además, a la luz de los indicios que apuntan a cierto aplanamiento de la curva de Phillips a corto plazo, la reducción de la inflación podría comportar un coste en términos de producto más elevado que en el pasado.

La comunicación de la Reserva Federal con el público también evolucionó durante el periodo analizado. A medida que las perspectivas sobre política monetaria iban dependiendo cada vez más de los datos, el FOMC apuntó que por lo general al público le resultaría más difícil anticipar por completo sus futuras decisiones de política monetaria, debido al carácter más contingente de sus comunicados. Aunque esto no supuso un cambio en la transparencia del FOMC, sí que dejó huella en los mercados financieros, como revelan las fluctuaciones en las previsiones a seis meses vista de las tasas de interés oficiales implícitas en los futuros sobre fondos federales en 2007. No obstante, según se infiere de la volatilidad implícita en las opciones, el nivel general de incertidumbre siguió rondando mínimos históricos (véase el Gráfico IV.2).

Al final del periodo, los mercados consideraban que la orientación a corto plazo de la tasa de interés de los fondos federales era algo más incierta de lo que había sido en general en los últimos años. Por un lado, mientras la inflación subyacente se mantuviera en el límite superior del nivel presumiblemente cómodo para el FOMC, o incluso por encima, el Comité dejaba abierta la posibilidad de tener que subir las tasas de interés o de prolongar el periodo en que las mantendría inalteradas. Por otro, si las expectativas del FOMC de moderación de la inflación subyacente se materializaran sin necesidad de ajustar la tasa de interés oficial, o si la economía registrara una desaceleración más pronunciada de lo esperado, las tasas de interés probablemente se ajustarían a la baja. Aun así, las tasas de interés a largo plazo se mantuvieron reducidas, mostrando una aparente insensibilidad ante estas incertidumbres a corto plazo, y se movieron en una estrecha banda en torno al 5%.

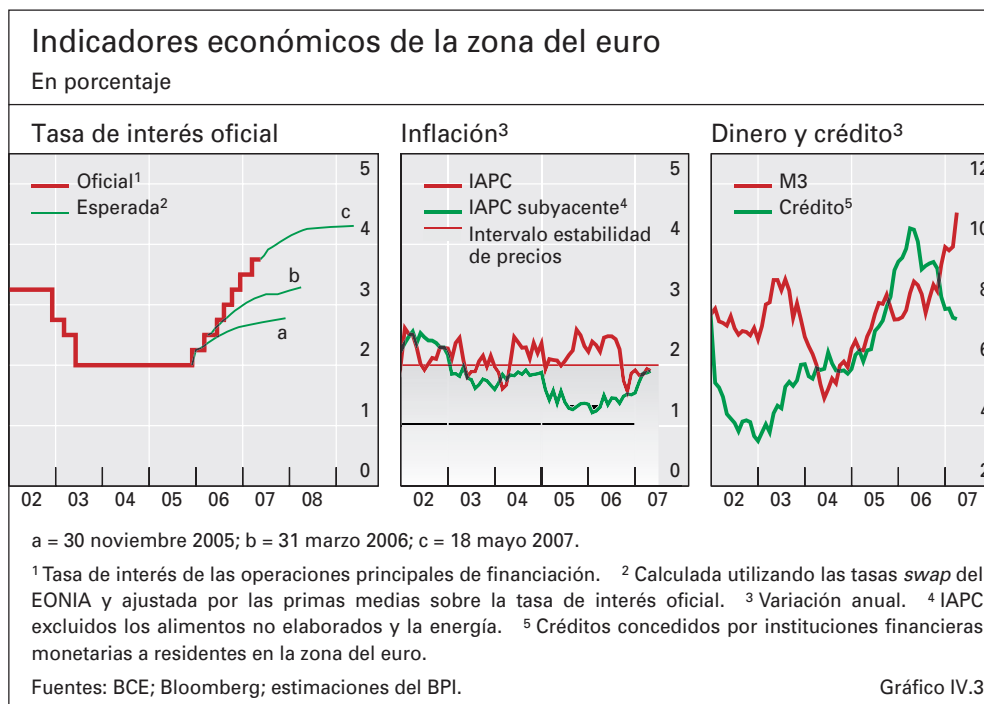
Zona del euro

La política monetaria en la zona del euro se hizo bastante más restrictiva en el periodo analizado. El BCE elevó en cinco ocasiones la tasa de interés oficial en 25 puntos básicos hasta situarla en el 3,75%, prosiguiendo así el proceso de normalización iniciado a finales de 2005. Con anterioridad, la tasa de interés oficial se había incrementado hasta el 2,5% desde el nivel históricamente bajo del 2% que había prevalecido durante dos años y medio (véase el Gráfico IV.3). Este endurecimiento de la política se produjo en gran medida como consecuencia de los indicios de riesgos al alza para la inflación detectados en el análisis tanto económico como monetario del BCE, aunque la inflación observada se mantuvo muy contenida. No obstante estas medidas, el BCE seguía considerando que su política era acomodaticia. Los participantes en el mercado también parecían esperar un mayor endurecimiento en 2007 hasta el 4,5%, aproximadamente 75 puntos básicos por encima de donde

Perspectivas de política monetaria más inciertas y dependientes de los datos...

... especialmente respecto de la evolución de la inflación

El BCE continuó elevando las tasas de interés...



pronosticaban hace un año que finalizaría el proceso de subidas de las tasas oficiales.

La trayectoria de la tasa de interés oficial esperada por los mercados se elevó durante el periodo analizado, en gran medida porque el ritmo de la actividad económica y su impulso asociado fueron más vigorosos de lo esperado, lo que podría traducirse en un incremento de las presiones inflacionistas. El crecimiento del PIB real en 2006 superó el límite superior del intervalo proyectado por los expertos del BCE a principios de ese año, al tiempo que su proyección para 2007 se revisó al alza en cerca de medio punto porcentual.

La inflación general medida por el IAPC disminuyó a lo largo del periodo hasta situarse en el 1,9% en marzo de 2007, en consonancia con el objetivo de estabilidad de precios del BCE, basado en una tasa de inflación inferior, pero cercana, al 2%. La inflación subyacente continuó siendo moderada, pero tendió al alza. Según las proyecciones del BCE, la inflación general se situará en un intervalo centrado ligeramente por debajo del 2% en 2007 y en el 2% en 2008. No obstante, el BCE consideró que las perspectivas de inflación estaban sujetas a riesgos alcistas. El sólido avance del producto coincidió con la caída de la tasa de desempleo hasta niveles históricamente bajos, y el BCE se mostró preocupado por un posible repunte de los incrementos salariales (véase el Capítulo II). En esta valoración al alza de los riesgos también influyó la posibilidad de que los precios del petróleo volvieran a subir y de que se produjeran revisiones al alza adicionales de los precios administrados y los impuestos indirectos.

El análisis monetario del BCE confirmó la valoración de riesgos alcistas para las perspectivas de inflación. El crecimiento interanual de M3 repuntó hasta el 10,9% en marzo de 2007, el nivel más alto desde la introducción del euro. Además, a diferencia de años anteriores, el rápido crecimiento de M3 no pareció reflejar desinversiones en activos a más largo plazo, sino más bien las

... ante el vigor de la actividad económica...

... e incluso cuando la inflación disminuyó

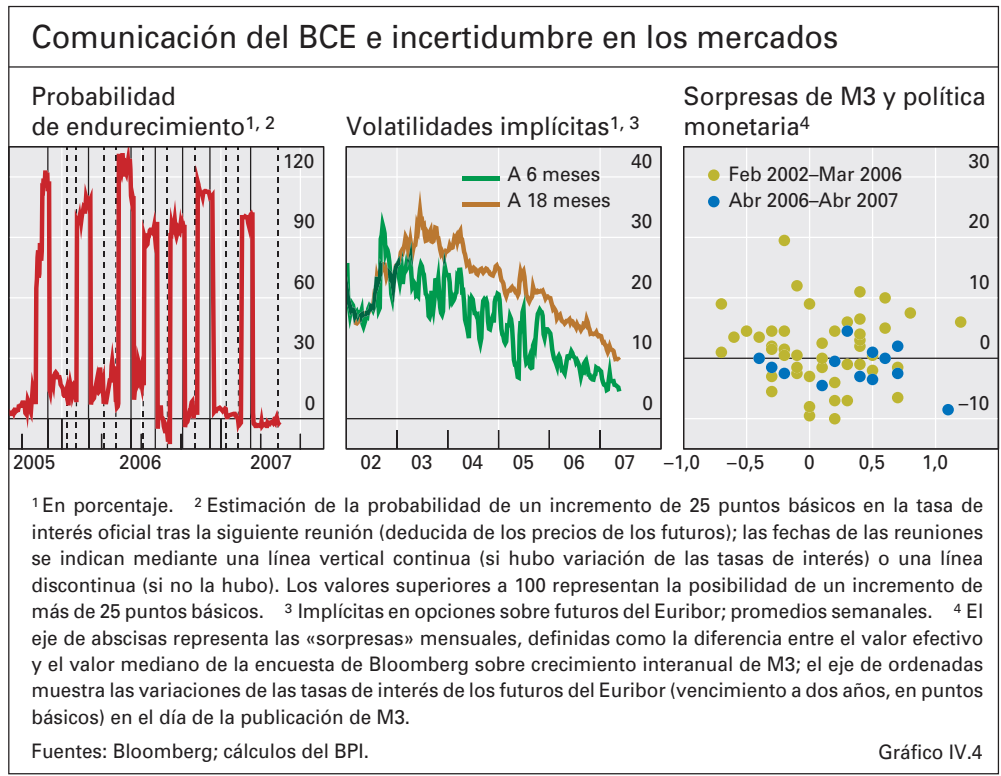
La caída del desempleo...

... y el rápido crecimiento monetario señalaron riesgos de inflación

medidas de las instituciones financieras para costear el continuo crecimiento vigoroso de los activos. El crédito total concedido en marzo de 2007 por las instituciones financieras monetarias a residentes en la zona del euro fue un 7,7% superior al nivel registrado el año anterior. El incremento significativo y continuado de los agregados monetarios y crediticios de la zona del euro fue consecuencia del nivel generalmente bajo de las tasas de interés, de la sólida expansión económica y de la pujanza de los mercados inmobiliarios en numerosas regiones de la zona del euro. En definitiva, una acumulación de liquidez y un conjunto de factores que el BCE consideró que requerían un seguimiento especialmente atento.

Los éxitos y los retos de la comunicación del BCE quedaron reflejados en la reacción de los mercados financieros ante la evolución monetaria. El Banco trató de ser razonablemente previsible en sus decisiones de política monetaria a corto plazo, y en líneas generales lo consiguió. Los participantes en el mercado han podido anticipar dichas decisiones con bastante acierto durante el actual episodio restrictivo (véase el Gráfico IV.4). Tras las declaraciones que siguieron a cada una de las reuniones mensuales del Consejo de Gobierno, la probabilidad de un incremento de la tasa de interés oficial en la siguiente reunión, implícita en los futuros sobre tasas de interés, bien se disparó hasta casi el 100% o bien cayó hasta situarse prácticamente en cero, manteniéndose cercana a estos valores hasta la siguiente decisión, que fue en todos los casos correctamente anticipada. Esta previsibilidad de las decisiones de política monetaria a corto plazo podría haber contribuido a reducir las volatilidades implícitas del Euribor hasta niveles históricamente bajos. De todos modos, también se observaron descensos similares en un abanico más amplio de indicadores de incertidumbre de los mercados financieros (véase el Capítulo VI).

Los mercados anticiparon con acierto las decisiones de política monetaria...



... pero no respondieron a la publicación de los datos de M3

Por otro lado, el BCE admite lo difícil que ha sido transmitir con claridad cómo se tiene en cuenta el crecimiento monetario al decidir las políticas. De hecho, hay indicios de que los participantes en el mercado no siguieron muy de cerca los datos estadísticos de M3 publicados durante el periodo analizado, pese a que el BCE señaló en repetidas ocasiones que la marcada aceleración de M3 era un factor importante en su apreciación de riesgos alcistas para la inflación. En concreto, los futuros sobre tasas de interés del mercado monetario no reaccionaron de forma significativa los días en que se publicaron datos que apuntaban a un crecimiento monetario interanual superior o inferior al esperado por los mercados. Al mismo tiempo, no queda claro si todo ello es consecuencia de problemas de comunicación o bien se trata de una relación ya demasiado circunstancial y condicionada por otros factores como para materializarse en una respuesta consistente en los futuros sobre tasas de interés.

Japón

El Banco de Japón mantuvo bajas las tasas de interés...

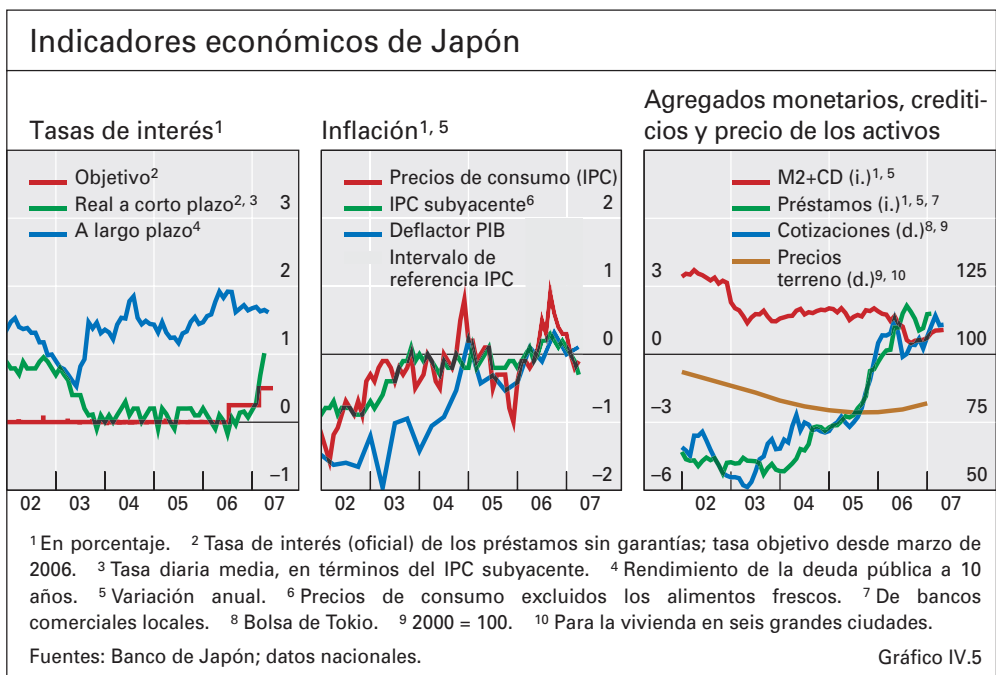
Durante el periodo analizado, el Banco de Japón mantuvo muy baja la tasa de interés oficial con el fin de que las condiciones de financiación continuaran siendo acomodaticias. No obstante, dada la menor holgura de la capacidad productiva y la remisión de las presiones subyacentes tendentes a deprimir los precios, consideró conveniente elevar la tasa en dos ocasiones, poniendo con ello término a su política de tasa de interés cero. La tasa de referencia se incrementó hasta situarse alrededor del 0,25% en julio de 2006 y del 0,5% en febrero de 2007 (véase el Gráfico IV.5). El banco central estimó que estas medidas, junto con las expectativas de otros incrementos graduales en el futuro, estaban en consonancia con el objetivo de crecimiento económico sostenible y estabilidad de precios.

... pese a poner fin a su política de tasas de interés cero

El fin de dicha política reflejó en gran medida un entorno macroeconómico cada vez más favorable, caracterizado por el fortalecimiento de los balances empresariales, ajustes estructurales en el sistema financiero y un repunte de la inflación general a comienzos de 2006. Los esfuerzos realizados durante años por las empresas para deshacerse del exceso de capacidad productiva y de mano de obra y para reducir su endeudamiento parecieron tocar a su fin. Por su parte, el sistema financiero había avanzado de forma significativa en la reducción de su carga crónica de préstamos en mora y daba señales claras de prácticas de financiación más normales. El Banco de Japón también interpretó la expansión de los agregados monetarios amplios y del crédito como una muestra de la creciente confianza del público en el tan esperado retorno de la estabilidad al sistema financiero.

Se aplicó un nuevo marco de política monetaria

La decisión de elevar ligeramente las tasas de interés oficiales también ilustró la manera en la que el Banco de Japón utiliza el nuevo marco de perspectiva doble, introducido en marzo de 2006 (véase el *76º Informe Anual*). La primera perspectiva de política monetaria se centra en la evolución de factores que afectan al producto y a la inflación en un horizonte temporal de uno a dos años. La segunda perspectiva hace hincapié en los riesgos y los costes relacionados en un horizonte temporal más lejano. Este enfoque



implica la posibilidad de endurecer la política monetaria incluso cuando se considere insignificante el riesgo de aumento de la inflación a corto plazo.

La primera perspectiva tuvo un peso muy importante en la decisión de julio de 2006 de elevar la tasa de interés oficial hasta el 0,25%. En ese momento, el Banco de Japón anticipaba una expansión continuada de la demanda interna y externa, que se traduciría de forma natural en mayor utilización de recursos productivos y menor presión a la baja sobre los costes laborales unitarios. Impulsada por el fuerte encarecimiento de la factura energética a principios de 2006, la inflación general y la subyacente rebasaron el nivel cero para avanzar hacia el centro de la banda de fluctuación preferida del Banco de Japón, de entre cero y 2%.

La segunda perspectiva también pesó en esta decisión. Al comité de política monetaria del Banco le preocupaban las posibles consecuencias a más largo plazo de una eventual asignación inadecuada de los recursos derivada del mantenimiento de las tasas de interés en un nivel demasiado bajo durante demasiado tiempo. Esta preocupación se refería en parte a que las empresas pudieran iniciar proyectos basados en el supuesto poco realista de que estas condiciones de financiación acomodaticias se mantendrían al margen de la posible evolución de la actividad económica y de los precios. Aunque el Banco de Japón reconoció que existían pocos indicios claros de sobreinversión, aun así incorporó esta posibilidad a su decisión. La asignación inadecuada de los recursos, si no se controla, plantea graves riesgos para un crecimiento económico futuro sostenible. En cierto modo, lo que se pretendía no era enfriar una economía ya de por sí recalentada, sino garantizar que la experiencia de finales de los años 80 no volviera a repetirse.

La posterior variación de la tasa de interés oficial a comienzos de 2007 aún puso más de manifiesto la importancia de la segunda perspectiva. En esta ocasión, el Banco de Japón observó que la primera perspectiva a duras penas justificaba aplicar una política más restrictiva. La actividad económica estaba

La primera subida de la tasa de interés ilustró la importancia tanto de la primera perspectiva...

... como de la segunda

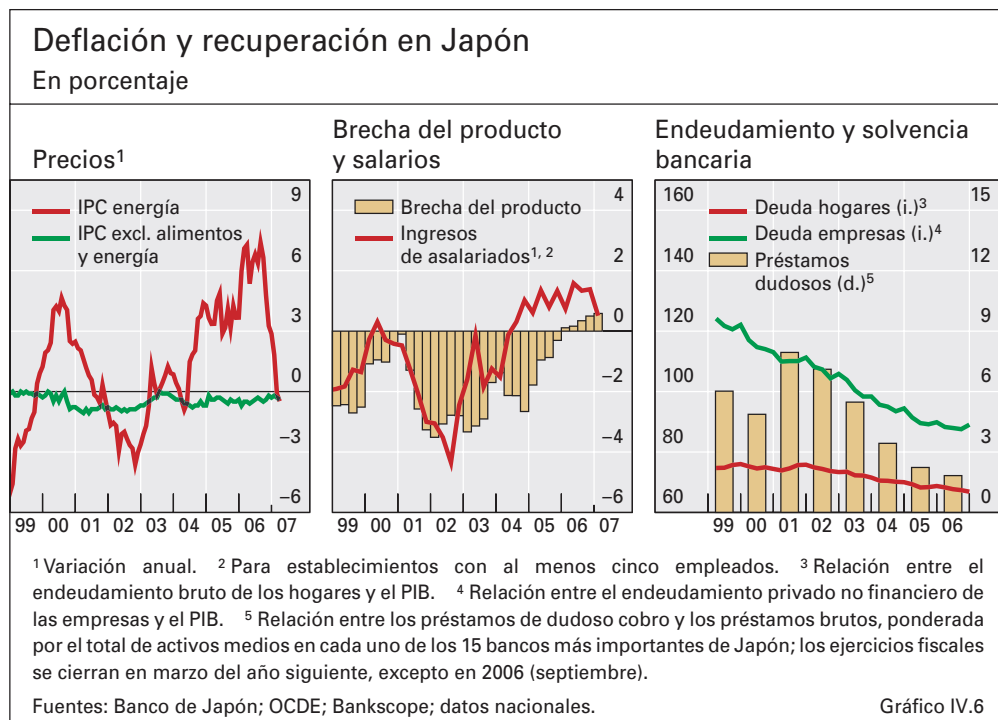
El segundo incremento se basó en la segunda perspectiva

El riesgo a corto plazo de los precios disminuye...

repuntando, pero la inflación subyacente perdía fuelle según se desaceleraban a corto plazo los precios energéticos. De hecho, haciendo abstracción de éstos, el crecimiento de los precios de consumo no era notorio. Con todo, los riesgos de deflación persistente habían dejado de ser un motivo de preocupación primordial, en parte porque el comité de política monetaria siguió apreciando una tendencia alcista subyacente en los precios, principalmente a causa del incremento de la utilización de recursos y de las expectativas de expansión continuada de la actividad económica. Pero otro motivo fue que los costes asociados a una deflación moderada se juzgaron entonces mucho menores, gracias a la mejora de las variables económicas y financieras fundamentales. A comienzos de 2007, el producto crecía, los ingresos de los asalariados aumentaban, los precios de los activos eran altos, los bancos concedían créditos y el nivel de endeudamiento de los hogares y las empresas se había reducido considerablemente desde los máximos registrados en los años 90 (véase el Gráfico IV.6). Además, cada vez resultaba más patente que la reciente disminución del IPC general tenía su origen en la desregulación, la globalización y otras perturbaciones positivas de la oferta, y que, por lo tanto, era distinta de la deflación originada por el lado de la demanda.

... pero preocupa el riesgo a largo plazo de sobreinversión

Antes bien, al comité de política monetaria le preocupaba principalmente que fuera necesario subir la tasa de interés oficial para impedir que se acumularan condiciones insostenibles, es decir, que se produjera una sobreinversión que no resultara rentable. En febrero, el comité tomó casi por unanimidad la decisión de subir la tasa de interés objetivo hasta los 50 puntos básicos, aún muy baja pero la más elevada de los últimos diez años. De hecho, las actas indicaban que ya en enero varios miembros del comité habían votado a favor de dicho incremento. Las cuestiones relacionadas con el *carry trade* y



ciertos indicios localizados de efervescencia de los precios del suelo no parecieron influir de forma destacada en esta decisión del Banco de Japón.

Las dos subidas de tasas de interés oficiales fueron anticipadas en gran medida, ya que los mercados financieros reaccionaron con moderación y las tasas de interés nominales a largo plazo se mantuvieron estables. El Banco de Japón interpretó estas respuestas apagadas de los mercados como una muestra de que su marco de política monetaria recién adoptado y sus esfuerzos para explicarlo al público habían transmitido con eficacia los propósitos de su política. Y ello, pese a la pasajera volatilidad de los mercados a principios de enero al haber anticipado éstos incorrectamente un cambio en la tasa de interés.

Los mercados anticiparon las decisiones

Al final del periodo analizado, las perspectivas sobre la política monetaria del Banco de Japón indicaban la continuidad del entorno de tasas de interés muy bajas para fomentar condiciones financieras acomodaticias y, con el tiempo, su probable revisión al alza de forma gradual, según lo exigieran las circunstancias.

Se esperaba una política monetaria acomodaticia

Países con objetivos de inflación explícitos

Durante el periodo analizado, los bancos centrales de los países con objetivos de inflación numéricos y explícitos elevaron sus tasas de interés oficiales, aunque en momentos y cuantías diferentes (véase el Gráfico IV.7). Esta política monetaria más restrictiva se enmarcó en un contexto de continua expansión de la economía mundial y de elevados precios de las materias primas. En general, la coyuntura económica interna también fue firme y la mayoría de las economías experimentaron presiones inflacionistas crecientes a medida que disminuía la holgura de la capacidad productiva y se tensionaban los mercados de trabajo. Sin embargo, la inflación se mantuvo en conjunto reducida, gracias en parte a la evolución favorable de los precios de las importaciones de bienes de consumo.

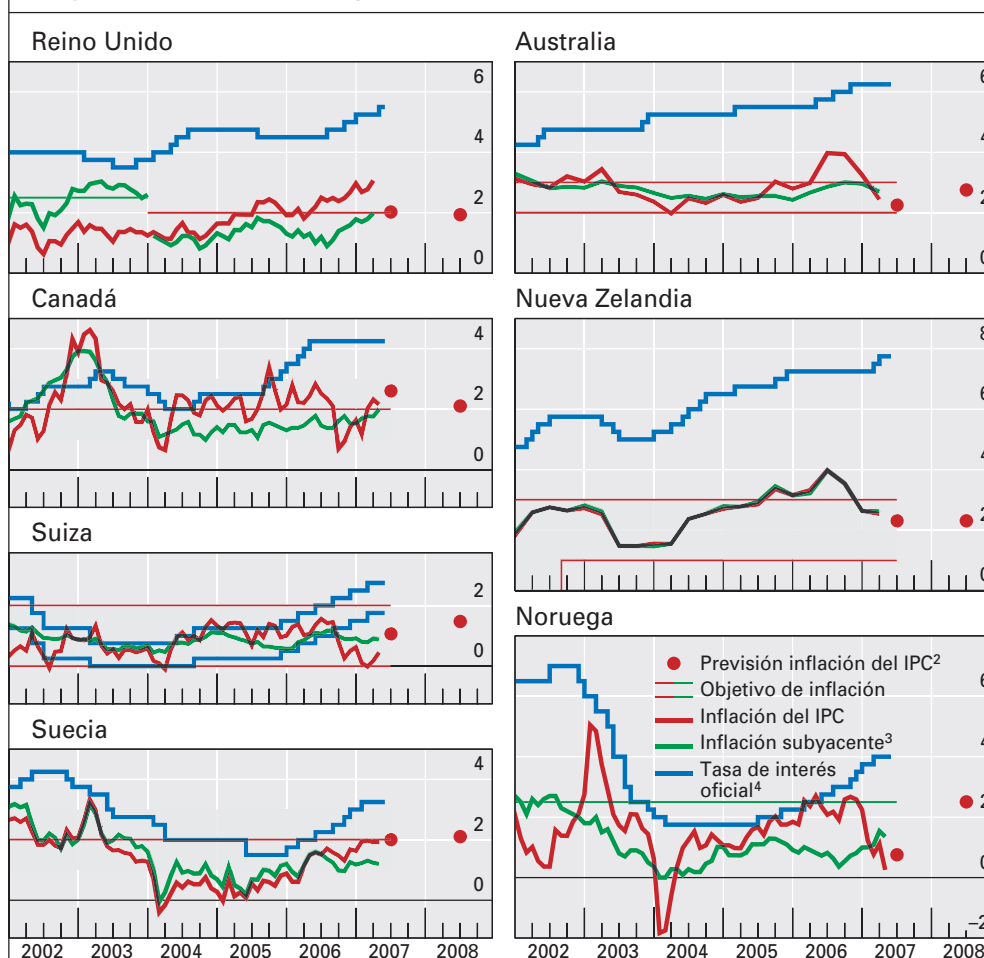
Los bancos centrales con objetivos de inflación subieron sus tasas

En diversa medida, estos bancos centrales expresaron preocupación por cuatro asuntos. En primer lugar, se mantuvo elevada la incertidumbre sobre las perspectivas de la economía mundial, aunque el resultado previsto se consideraba en buena parte favorable. Ciertamente, resultaba difícil valorar de forma fiable todas las repercusiones del incremento de las tasas de interés oficiales en los principales países industriales avanzados. Especial incertidumbre rodeaba a las consecuencias de unas tasas de interés más altas para la continua rotación de la demanda en Estados Unidos, especialmente en lo relativo a la actividad del sector de la vivienda. En segundo lugar, la demanda interna más firme de lo esperado hizo temer mayores presiones sobre los precios y los costes, en un entorno de precios de la energía y otras materias primas por lo general elevados. En tercer lugar, el robusto crecimiento de los agregados monetarios y crediticios entendidos en sentido amplio en determinados países, especialmente si estuvo asociado a precios al alza para las acciones y la vivienda, siguió apuntando a dos posibles resultados: en el corto plazo, la fuerte demanda interna podría incrementar las presiones inflacionistas, mientras que, en el largo plazo, el riesgo de un brusco cambio de tendencia en los precios de los activos

Perspectivas inciertas para la economía mundial...

... pero la fuerte demanda interna y el crecimiento del dinero apuntaban hacia presiones inflacionistas

Objetivos de inflación y tasas de interés oficiales¹



¹ Tasas de inflación calculadas como variación porcentual anual. Los países que fijan un objetivo para la inflación del IPC son Australia, Canadá, Nueva Zelanda, Suecia y, desde el 10 de diciembre de 2003, Reino Unido; Noruega fija un objetivo para la inflación subyacente; Suiza no fija un objetivo de inflación *per se*, sino que utiliza una estrategia de previsión de la inflación basada en una amplia gama de indicadores. ² Previsión hecha pública por el banco central. ³ Australia: promedio de la mediana ponderada del IPC y de la media truncada del IPC; Canadá: IPC excluidos ocho componentes volátiles y el impacto de las variaciones de los impuestos indirectos y las subvenciones sobre el resto de los componentes; Nueva Zelanda: IPC excluidos los servicios crediticios; Noruega: IPC ajustado por cambios en el régimen impositivo y excluidos los productos energéticos; Reino Unido: IPC excluida la energía, los alimentos y el tabaco (antes de 2004, índice de precios al por menor, excluidos los pagos de intereses hipotecarios); Suecia: IPC excluido el pago de intereses hipotecarios para adquisición de vivienda y la incidencia de los cambios de los impuestos indirectos y de las subvenciones; Suiza: IPC subyacente (método de la media truncada). ⁴ Australia y Nueva Zelanda, tasa de interés al contado; Canadá: tasa de interés a un día; Noruega: tasa de interés de los depósitos a la vista; Suecia y Reino Unido: tasa de interés de los repos; Suiza: intervalo del Libor a tres meses para depósitos en francos suizos.

Fuente: datos nacionales.

Gráfico IV.7

planteaba dudas a algunos bancos centrales acerca del crecimiento económico sostenible. Por último, los desequilibrios mundiales siguieron siendo importantes y continuaron los flujos de capital asociados a operaciones de *carry trade*, con el peligro de que tanto los tipos de cambio como la actividad económica se vieran afectados por ajustes desordenados.

En este contexto, los bancos centrales que iniciaron el periodo con tasas de interés oficiales relativamente elevadas —los de Australia, Canadá, Nueva Zelanda y el Reino Unido— sintieron la necesidad de adoptar una política monetaria aún más restrictiva.

El Banco de Canadá incrementó la tasa de interés oficial en 25 puntos básicos en dos ocasiones a comienzos del periodo analizado, hasta situarla en el 4% en abril de 2006 y el 4,25% en mayo. Posteriormente la mantuvo estable, pese a un leve incremento de la inflación general a comienzos de 2007, al evolucionar la actividad económica según lo previsto y considerarse que los riesgos para la inflación estaban bastante equilibrados.

Canadá...

El Banco de la Reserva de Nueva Zelanda elevó la tasa de interés de referencia hasta situarla en el 7,5% en marzo de 2007 y el 7,75% en abril, tras haberla mantenido en el 7,25% desde diciembre de 2005. Se trata de la tasa oficial más elevada de las economías analizadas en este capítulo. El fortalecimiento de la demanda interna se vio respaldado por el repunte de los mercados inmobiliarios y una política fiscal expansiva. Ante el riesgo de que la inflación fuera elevada en el medio plazo, el Banco de la Reserva apuntó que quizás serían necesarias nuevas subidas.

... Nueva Zelanda...

El Banco de la Reserva de Australia aumentó la tasa de interés oficial desde el 5,5% hasta el 6,25% en tres incrementos de 25 puntos básicos en el curso de 2006. El ingreso y el gasto se beneficiaron de los elevados precios de las materias primas, la capacidad productiva ociosa era limitada y persistió el tensionamiento del mercado de trabajo. La inflación medida por el IPC tanto general como subyacente se situó en el objetivo del Banco a medio plazo o por encima de él durante la mayor parte del periodo. Aunque en el primer caso se esperaba que retornara a la banda objetivo al final del periodo, los riesgos de inflación a medio plazo siguieron considerándose importantes.

... Australia...

El Banco de Inglaterra elevó la tasa *repo* desde el 4,5% hasta el 5,5%, en cuatro incrementos, entre agosto de 2006 y mayo de 2007. La fuerte demanda interna redujo de forma adicional la capacidad productiva ociosa, al tiempo que la inflación medida por el IPC aumentó hasta situarse justo por encima del 3%, algo que el Banco tuvo que justificar por carta al ministro de Economía. Las autoridades monetarias también se inquietaron por la posibilidad de que el rápido crecimiento de los agregados monetarios amplios y del crédito, junto con la pujanza de los precios de los activos, fueran indicativos de acumulación de presiones inflacionistas. No obstante, las proyecciones apuntaban a un lento retorno de la inflación general a la tasa objetivo con la ayuda de una política más restrictiva.

... y el Reino Unido subieron un poco más las ya elevadas tasas de interés

Los bancos centrales de Noruega, Suecia y Suiza iniciaron el periodo con tasas de interés oficiales relativamente bajas en comparación con el resto de países con objetivos de inflación explícitos. Aunque ninguno de los tres preveía que la inflación fuese a superar sus objetivos en los próximos uno o dos años, el continuo crecimiento económico y las perspectivas de incremento gradual de la inflación les alentaron a mantenerse firmes en la senda de normalización de sus políticas.

A partir de mayo de 2006, el Banco Central de Noruega elevó la tasa de interés de los depósitos a la vista desde el 2,5% hasta el 4% en seis incrementos de 25 puntos básicos. Aunque la inflación se mantuvo muy por debajo del objetivo del Banco, la economía noruega se encontraba en una fase claramente expansiva desde el verano de 2003 y seguía menguando su limitada capacidad productiva ociosa. El empleo creció rápidamente en el

Noruega...

periodo analizado y, en vista de los signos de mayor crecimiento salarial, se esperaba que la inflación subyacente fuera repuntando. El banco central divulgó sus expectativas de aumentos de la tasa de interés oficial hasta el 5% a finales de 2007, e incluso por encima de ese nivel más adelante.

... Suecia...

El Sveriges Riksbank elevó la tasa *repo* desde el 2% en junio de 2006 hasta el 3,25% en febrero de 2007, en cinco incrementos consecutivos, como respuesta al dinamismo de la actividad económica. No obstante, la inflación se mantuvo cercana al objetivo del 2% fijado por el Banco, debido a las presiones bajistas sobre los precios procedentes del extranjero, incluida la caída de los precios energéticos en el segundo semestre de 2006, y la mayor fortaleza de la corona sueca. Además, se esperaba que las presiones inflacionistas se mantuvieran relativamente limitadas. Aun así, el Riksbank anticipó otro posible aumento de 25 puntos básicos antes de hacer una posible pausa en su senda de tasas oficiales en general crecientes.

... y Suiza
endurecieron sus
políticas para
normalizar las tasas
de interés
relativamente bajas

A partir de junio de 2006, el Banco Nacional de Suiza elevó la banda objetivo de la tasa de interés oficial en cuatro incrementos consecutivos de 25 puntos básicos, desde el 0,75%–1,75% hasta el 1,75%–2,75%. Suiza prosiguió su recuperación económica y tanto la demanda externa como la interna, y en especial el consumo privado, contribuyeron a un crecimiento económico por encima de su potencial sostenible. La utilización de la capacidad productiva se incrementó considerablemente en 2006 y se preveía que el desempleo siguiera disminuyendo en 2007. Tras la remisión del efecto moderador de la caída de los precios del petróleo en el segundo semestre de 2006, se esperaba que la inflación empezara a repuntar a mediados de 2007, aunque manteniéndose holgadamente dentro del objetivo de inflación del Banco, por debajo del 2%.

Cuestiones
relacionadas con
el tipo de cambio
y el *carry trade*

En el último año, muchas de estas economías industriales avanzadas de menor tamaño tuvieron que incorporar en sus decisiones de política monetaria las repercusiones de intensos flujos de capital, relacionados en parte con operaciones de *carry trade* (véase el Capítulo V). Por lo general, el capital fluyó desde países con tasas de interés bajas como Suiza (y Japón) a aquellos con tasas relativamente elevadas como Australia, Nueva Zelandia y el Reino Unido (y algunas economías de mercado emergentes), lo que tendió a debilitar las monedas de los primeros y a fortalecer las de los segundos. Esta evolución tuvo varias consecuencias para la política monetaria, sobre todo la necesidad de encarar el impacto de las variaciones del tipo de cambio sobre la demanda agregada y las presiones inflacionistas. Las presiones a la baja sobre las tasas de interés a largo plazo en los países receptores también tendieron a contrarrestar la restricción que se pretendía lograr elevando las tasas de interés oficiales, mientras la posibilidad de que se produjera un brusco reajuste de la situación actual complicó más el panorama. A modo de ejemplo, el riesgo de una corrección desordenada fue uno de los motivos por los que el Banco de la Reserva de Nueva Zelandia se mostró más cauteloso de lo normal a la hora de endurecer su política monetaria.

Suecia empezó a
publicar sus
proyecciones de la
tasa de interés
oficial

A principios de 2007, el Riksbank empezó a publicar su proyección sobre la trayectoria futura de la tasa de interés oficial, tras decisiones similares del Banco de la Reserva de Nueva Zelandia en 1998 y del Banco Central de Noruega en noviembre de 2005. En los últimos años ha crecido el interés

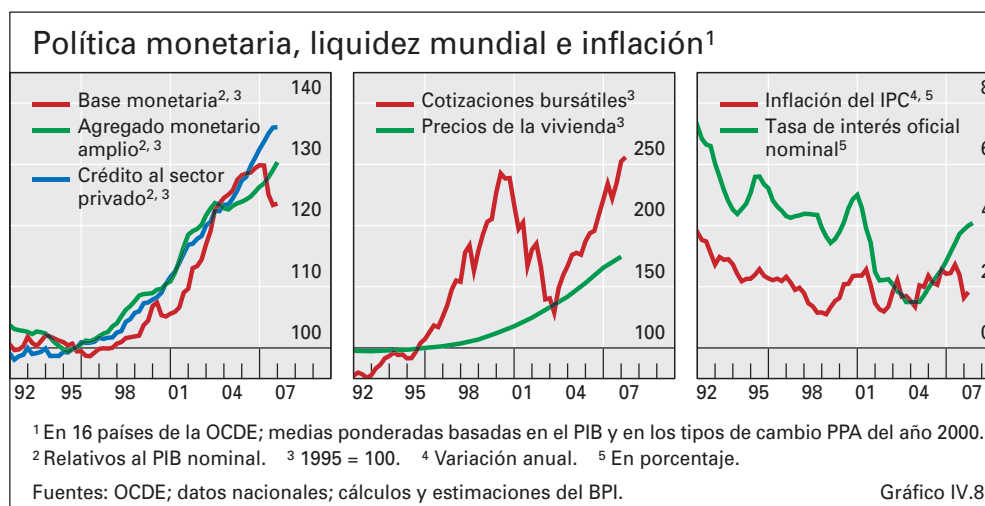
por hacer público este tipo de proyecciones, que algunos bancos centrales consideran una manera de hacer más transparentes las perspectivas de su política, mejorando con ello la eficacia de la política monetaria y la rendición de cuentas por sus actuaciones.

Al mismo tiempo, estas medidas no están exentas de riesgo. Por lo general, se considera que su éxito depende fundamentalmente de que el público realmente comprenda el carácter condicional de las trayectorias divulgadas. En caso contrario, una desviación de la evolución anunciada podría hacer perder credibilidad a la política monetaria. Asimismo, es importante que los anuncios efectuados por los bancos centrales sobre la trayectoria prevista para las tasas de interés oficiales no perjudiquen la calidad de la información obtenida a partir de los mercados financieros que suelen utilizar a efectos de comprobación. Así podría ocurrir si, por ejemplo, los participantes en los mercados financieros reaccionaran a la publicación de esta trayectoria reduciendo de forma significativa sus propios esfuerzos por evaluar el impacto de la evolución macroeconómica sobre sus perspectivas de tasas de interés. Por último, existe el riesgo de que los mercados financieros interpreten que la trayectoria hecha pública es la que acontecerá con seguridad y operen en una sola dirección, lo que se traduciría en una asunción de riesgo excesiva en el sistema financiero. La experiencia de estos bancos centrales aportará lecciones valiosas con las que juzgar la eficacia de estos enfoques más novedosos en materia de política monetaria.

Los agregados monetarios y crediticios en la instrumentación de la política monetaria

Una mirada de cerca al comportamiento de los bancos centrales y sus estrategias de comunicación revela diferentes puntos de vista sobre la función que los agregados monetarios y crediticios («cuantitativos») desempeñan en la instrumentación de la política monetaria. Estos puntos de vista combinan, en distinta medida, tres perspectivas conceptuales sobre el papel de estos agregados en la economía. La primera de ellas refleja escepticismo sobre la fiabilidad de estos agregados para trazar la trayectoria de la actividad económica y de la inflación, especialmente en horizontes temporales cortos. Por lo tanto, no se les asignaría un papel destacado en los marcos de política monetaria. La segunda hace hincapié en la función primordial del dinero como factor causal de la inflación. En particular, recalca el contenido informativo especial de los agregados monetarios para las tendencias de inflación a medio plazo. Así pues, se asignaría un papel destacado a estos agregados en los marcos de política monetaria. La tercera perspectiva, más reciente, pone énfasis en el contenido informativo que pueden tener incrementos inusualmente rápidos de los agregados monetarios y en particular de los crediticios, sobre todo si aparecen asociados con un fuerte aumento de los precios de los activos y con patrones de gasto poco corrientes. Estos incrementos se interpretan como una posible señal de acumulación de desequilibrios financieros y, por consiguiente, de un eventual ciclo de auge y desaceleración, con costes económicos significativos a lo

Divergencias de opinión acerca de la importancia de los agregados monetarios y crediticios



largo del tiempo. Al igual que la segunda perspectiva, ésta otorgaría un papel destacado a los agregados cuantitativos en los marcos de política monetaria, pero básicamente como indicadores de los riesgos a medio plazo en forma de recesión, inestabilidad financiera y desinflación no deseada.

Este apartado describe brevemente la experiencia pasada y la historia del pensamiento económico que sustentan las distintas perspectivas, estudia su grado de incorporación a los marcos actuales de política monetaria y considera los retos futuros. En la actual coyuntura, es mucho lo que está en juego en este debate. Como se ha señalado antes, los agregados monetarios y crediticios han experimentado un incremento acusado, mientras que la inflación se ha mantenido moderada hasta la fecha (véase el Gráfico IV.8). La cuestión que se plantea es si este rápido crecimiento debe constituir una fuente de preocupación para la política monetaria.

El papel cambiante del dinero y del crédito hasta los años 80

¿Es preocupante el rápido crecimiento monetario y crediticio?

Teoría cuantitativa

Desde un punto de vista conceptual, el énfasis en la importancia crucial del dinero se remonta a los orígenes de la ecuación cuantitativa en el siglo XIX. Según esta teoría, la cantidad de dinero utilizada en las transacciones, multiplicada por el número de veces que circula en un año, debe ser igual al valor nominal total de las transacciones. Este enfoque se convirtió en un tema recurrente de la macroeconomía moderna, con el PIB nominal utilizado como sustituto de las transacciones. La distinción entre dinero y crédito, al menos en un principio, no estaba claramente definida. Sin embargo, y a riesgo de pecar de simplistas, el crédito solía asociarse más a la capacidad de obtener financiación externa para realizar transacciones y solía considerarse una posible fuente de «oferta» de dinero, a través del préstamo bancario.

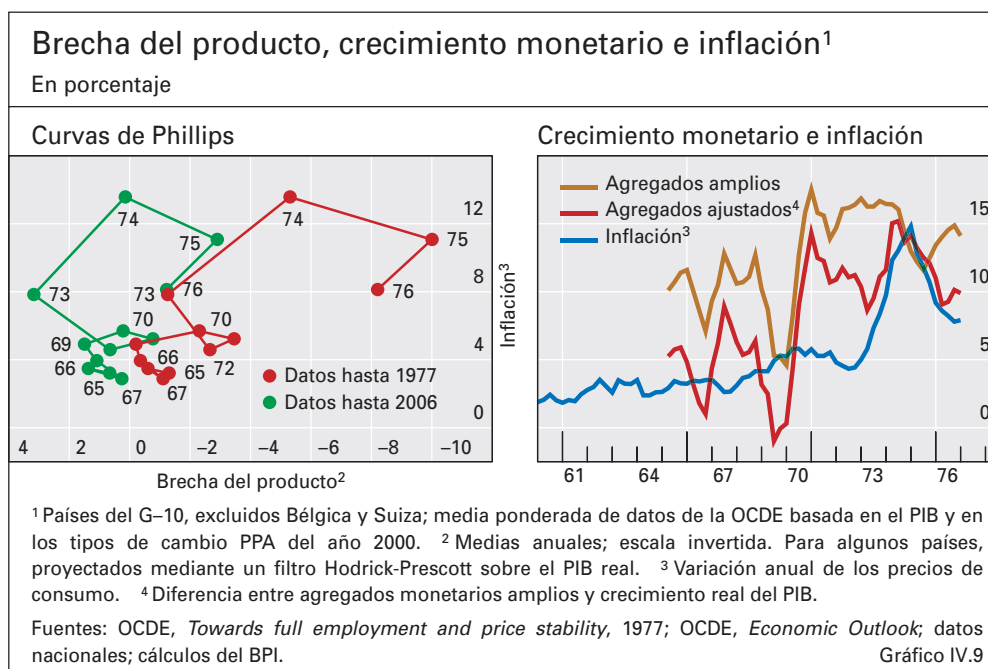
En los sistemas financieros tan regulados de los años 50 y principios de los 60, el crecimiento del crédito cobró protagonismo en la implementación de la política monetaria en muchos países. Con la aplicación de distintas clases de controles sobre las tasas de interés y sobre el préstamo, la disponibilidad de crédito se consideraba un canal fundamental para influir

sobre la actividad económica. Al mismo tiempo, sin embargo, se prestaba poca atención al dinero y al crédito como elementos para predecir la inflación. La evidencia empírica que iba acumulándose convenció a muchos economistas y autoridades monetarias de que la inflación venía determinada en gran medida por la tasa de desempleo. En efecto, la existencia de esta relación (la curva de Phillips) fue interpretada por muchos en el sentido de que, para elevar de forma permanente el nivel de producto y de empleo, bastaba con asumir una inflación ligeramente mayor. A fin de alcanzar este objetivo, se permitió que los agregados monetarios y crediticios se acelerasen, al no considerarse inicialmente que esto constituyera un motivo de preocupación.

El posterior aumento indeseado de la inflación, y en especial su tendencia a acelerarse a medida que crecían las expectativas de inflación, se consideró una impugnación directa del pensamiento imperante. Esta experiencia puso de manifiesto lo inestable que podría resultar la curva de Phillips si las decisiones de política monetaria persiguieran situar la tasa de desempleo por debajo de su tasa natural. Para agravar las cosas, los monetaristas, entre otros muchos, ya habían cuestionado este punto de vista desde una perspectiva teórica, aduciendo que la aceleración de la oferta monetaria no haría sino avivar la inflación, sin efecto permanente alguno sobre la holgura de la capacidad productiva (véase el Gráfico IV.9). A la luz del posterior panorama inflacionista, estas opiniones ganaron predicamento en el ámbito de los bancos centrales, lo que les animó en los años 70 a intentar mejorar su control sobre la inflación y la economía utilizando los agregados monetarios como variables objetivo intermedias.

Análisis de la curva de Phillips

Fue entonces cuando se produjo el renacimiento de la ecuación cuantitativa. Las hipótesis de que la relación entre el PIB nominal y la cantidad de dinero en circulación («velocidad») era estable, al menos en horizontes temporales de medio plazo, y que el dinero no afectaba al producto a largo



plazo, proporcionaron a los bancos centrales la justificación teórica para intentar controlar la inflación a través de su influencia sobre la cantidad de dinero.

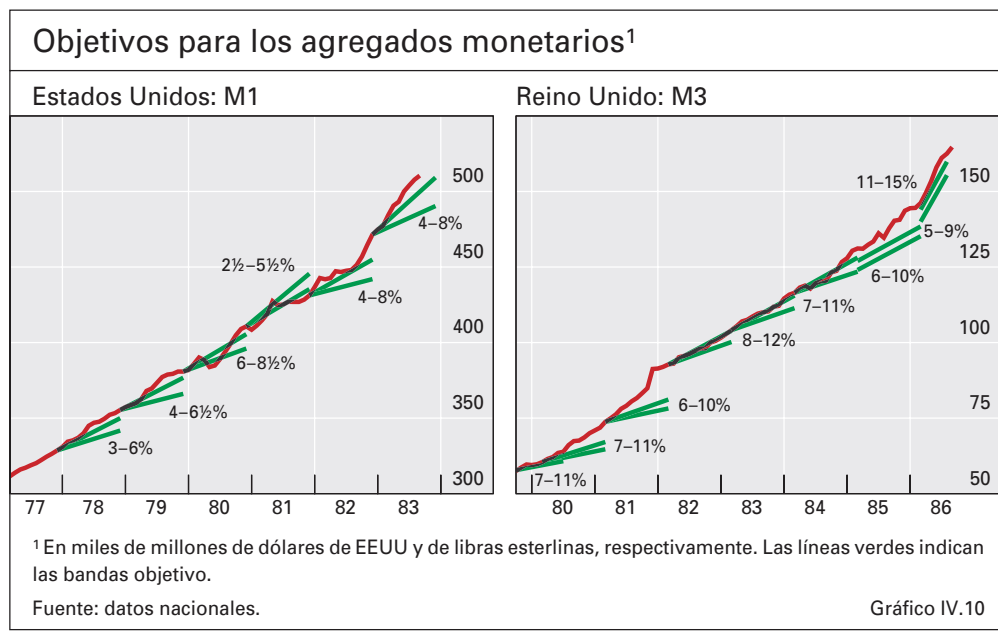
En los años 70 muchos países se fijaron objetivos monetarios

La mayoría de los países industriales adoptaron este nuevo enfoque de política monetaria a mediados de los años 70, aunque en distinto grado. Alemania e Italia fueron los pioneros en 1974, seguidos de Canadá, Estados Unidos y Suiza un año después, y de Australia, Francia y el Reino Unido en 1976. Sin duda, las prácticas adoptadas fueron diversas. Por ejemplo, Alemania y el Reino Unido optaron por agregados monetarios amplios como objetivos intermedios, mientras que Estados Unidos y Canadá se decantaron por M1. A pesar de estas diferencias prácticas, el objetivo era el mismo: expulsar la inflación del sistema. Las experiencias de Alemania, Suiza y Japón en los años 70 fueron las primeras en ilustrar que el seguimiento de los agregados monetarios podía ayudar a controlar la inflación. En la misma dirección apuntaba la experiencia de Estados Unidos a principios de los años 80, con una rápida reducción de la inflación desde tasas de dos dígitos a niveles próximos al 4%

La pérdida de importancia de los agregados monetarios desde los años 80

La fijación de objetivos monetarios perdió popularidad en los años 80

En este contexto podría parecer extraño que el establecimiento de objetivos monetarios perdiera popularidad y, sin embargo, dos factores socavaron esta práctica. En primer lugar, la política monetaria se convirtió en cierto sentido en víctima de su propio éxito. Una inflación elevada y variable a menudo es consecuencia de un estímulo monetario excesivo y volátil; ahora bien, si las tasas de interés son bajas, la inflación puede verse muy afectada a corto plazo por numerosos factores reales que son menos sensibles al control mediante agregados monetarios. En segundo lugar, la desregulación financiera y la innovación llegaron a modificar el entorno financiero lo suficiente para reducir la fiabilidad de los agregados monetarios como guía. Por ejemplo, en Estados Unidos a principios de la década de los 80, la



velocidad de M1 se apartó bruscamente de su tendencia y se tornó más imprevisible. La eliminación de los límites sobre las tasas de interés de las cuentas corrientes y la introducción de una amplia gama de cuentas de depósito complicó el control monetario. La intensa dinámica de innovación financiera tuvo efectos similares en otros lugares. Ni siquiera incondicionales del establecimiento de objetivos monetarios como Alemania y Suiza quedaron al margen de estos acontecimientos, pues la mayor libertad de los flujos de capital a través de sus fronteras complicó significativamente el seguimiento de los correspondientes agregados.

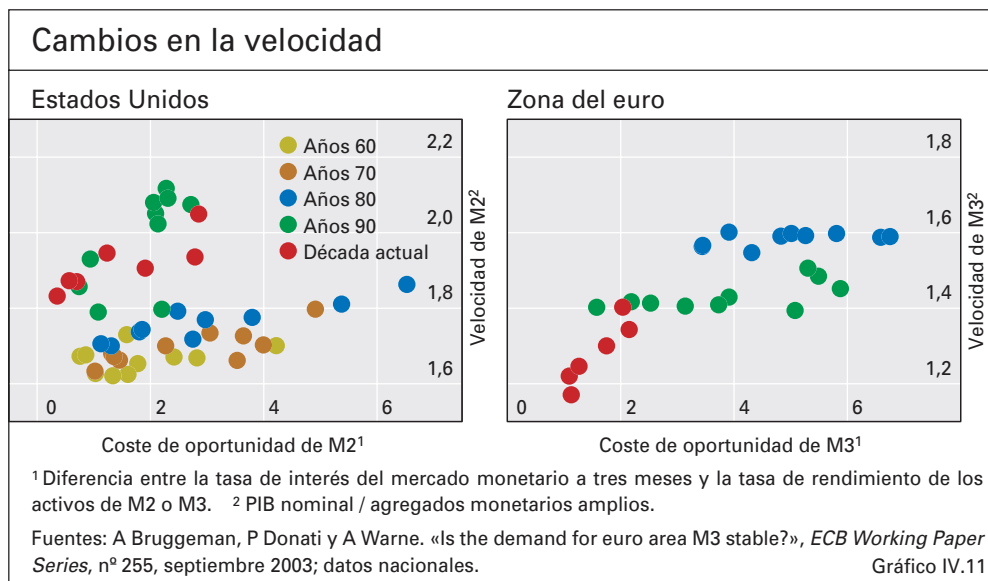
Ante el incumplimiento —en muchos casos sistemático— de los objetivos establecidos para los agregados monetarios, los bancos centrales encontraron cada vez más difícil justificar sus decisiones (véase el Gráfico IV.10). Naturalmente, los problemas derivados de las cambiantes circunstancias se intentaron «corregir», entre otras formas, reajustando las bandas objetivo y redefiniendo los agregados monetarios elegidos. Aun así, tanto detractores como defensores de los objetivos cuantitativos mostraron una preocupación creciente por la falta de coherencia entre la teoría y la práctica de la fijación de objetivos monetarios, lo que planteó interrogantes sobre la idoneidad de este marco como ancla nominal creíble a medio plazo.

Ante estas dificultades, a principios de los años 90 los países industriales avanzados ya habían abandonado en gran medida los objetivos monetarios a corto plazo. En su lugar recurrieron a agregados monetarios, a los que se otorgó menor importancia como variables informativas sobre la evolución de la inflación, en especial sobre su senda a medio plazo. En consecuencia, varios bancos centrales adoptaron bandas de seguimiento oficiales, y a veces no oficiales, para los agregados (véase en el 67º Informe Anual una cronología de estos cambios de régimen en los países industriales avanzados). En algunos casos, estas bandas se aplicaron tanto a los agregados monetarios estrechos y amplios como a los agregados crediticios. Sin embargo, también plantearon retos, en especial cuando la evolución financiera siguió afectando

El incumplimiento crónico de los objetivos complicó la comunicación

Se intentaron varias soluciones

Los agregados cuantitativos, relegados a tareas de seguimiento en la mayoría de las economías



negativamente a la estabilidad de la velocidad de circulación de la moneda durante largos periodos (véase el Gráfico IV.11).

Para completar el cuadro, sin embargo, cabe observar que el cambio de enfoque no fue universal. Alemania siguió fijando anualmente un objetivo para el crecimiento de la oferta monetaria, adoptando como referencia M3 en lugar de la base monetaria. Asimismo, durante los años 90 Suiza adoptó una novedosa estrategia a medio plazo basada en el crecimiento promedio de la oferta monetaria en un periodo de 3 a 5 años.

Preeminencia de los objetivos de inflación

Muchos bancos centrales abandonaron el uso de agregados cuantitativos

Posiblemente, el uso formal de los agregados monetarios y crediticios en política monetaria alcanzó su nadir cuando varias economías industriales avanzadas de menor tamaño también optaron por fijar objetivos de inflación a finales de los años 80 y principios de los 90. Los marcos adoptados consistían esencialmente en fijar objetivos para las previsiones de inflación a uno o dos años vista mediante el ajuste de una tasa de interés a corto plazo como instrumento de política monetaria. En la elaboración de estas previsiones ganaron importancia las mediciones de la holgura de la capacidad productiva. Ciertamente, nada excluía en principio el uso de agregados cuantitativos como variables informativas importantes para las previsiones. El hecho era, sin embargo, que en muchos de los bancos centrales de estos países los agregados no desempeñaban esa función. En realidad, muchos de ellos habían adoptado objetivos de inflación ante todo porque les habían fallado las estrategias de fijación de objetivos monetarios.

En la década posterior, la importancia de los agregados cuantitativos disminuyó aún más. Para la instrumentación de la política monetaria, esto se tradujo en una proliferación de esquemas de objetivos de inflación en un número creciente de países, también entre las economías emergentes. En el mundo académico, el desprestigio de los agregados cuantitativos, por no decir su total obsolescencia, fue reflejo del desarrollo y ascenso a categoría de referente de nuevos paradigmas macroeconómicos que prescindían por completo del papel del dinero y del crédito para centrarse exclusivamente en las tasas de interés y en las medidas de la holgura de la capacidad productiva.

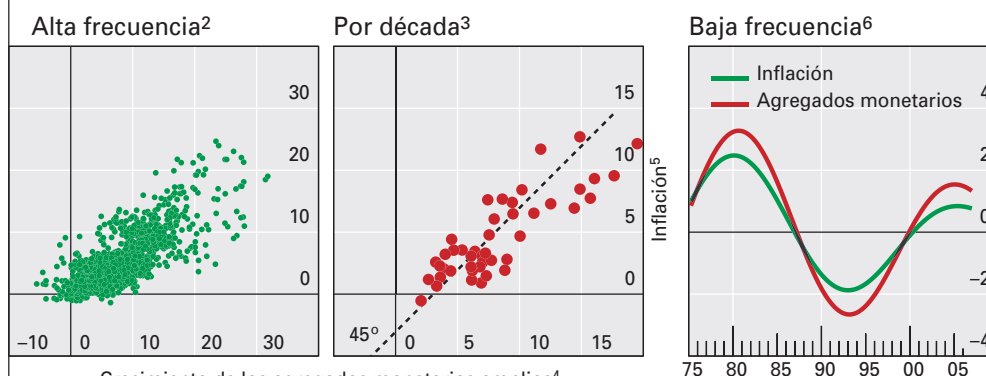
Posible resurgir de los agregados cuantitativos

El BCE ha heredado la tradición monetarista

La creación del BCE dio pábulo al debate sobre el papel de los agregados cuantitativos. Desde el comienzo, el BCE decidió realizar un seguimiento atento de la evolución monetaria, a la manera de la tradición monetarista del Bundesbank, y convirtió el análisis monetario en un pilar importante para valorar la marcha de la economía y ejecutar su política monetaria. En este sentido, resultan muy significativos la adopción formal del marco basado en dos pilares, su posterior reafirmación y el uso coherente que de él ha hecho. En efecto, el BCE se ha basado sistemáticamente en su análisis monetario para contrastar, desde una perspectiva de medio plazo, las señales de presiones inflacionistas que se infieren de un análisis económico más convencional centrado en un horizonte temporal a más corto plazo. El Banco también ha

Tendencia de los agregados monetarios y los precios en países industriales avanzados¹

En porcentaje



¹ 1961–2006. ² Datos trimestrales. ³ Promedios de las décadas. ⁴ Diferencia entre el crecimiento de los agregados monetarios amplios y el crecimiento tendencial de la velocidad. ⁵ Tasas de crecimiento interanual del IPC subyacente. ⁶ Filtro paso banda, ciclos de entre 20 y 40 años.

Fuentes: FMI; OCDE; cálculos del BPI.

Gráfico IV.12

elaborado numerosos estudios que han prestado un respaldo empírico y teórico considerable a su enfoque.

El tipo de evidencia empírica empleada para respaldar esta perspectiva se ha centrado hasta hace poco sobre todo en la relación entre dinero e inflación que recalca la ecuación cuantitativa, como puede observarse en una serie de ejemplos. En primer lugar, se ha argumentado que esta relación a largo

Evidencias empíricas respaldan este enfoque

Crecimiento de los agregados monetarios como predicción de inflación subyacente¹

	Constante	Retardo de un año		
		Inflación subyacente ²	Brecha del producto	Crecimiento monetario ³
Australia	0,4	0,7**	0,4	0,1
Canadá	-0,1	0,5**	0,1	0,3**
Estados Unidos	0,5	0,8**	0,5**	0,1**
Zona del euro	-0,1	0,8**	0,4**	0,2**
Japón	-0,8	0,5**	0,5**	0,3**
Nueva Zelanda	-0,3	0,6**	0,3	0,2*
Noruega	0,2	0,7**	0,6**	0,1*
Suecia	0,6	0,7**	0,3**	0,1*
Suiza	0,1	0,6**	0,6**	0,1**
Reino Unido	-0,0	0,8**	0,5**	0,2

¹ A partir de la regresión de la inflación subyacente de los precios de consumo sobre las variables indicadas. Periodo muestral 1971–2006, anual; * y ** indican que la relación es estadísticamente significativa para un nivel del 10% y el 5% respectivamente. ² Inflación del IPC excluidos alimentos y energía. ³ Definido como M2 para Canadá, Estados Unidos, zona del euro, Suecia y Suiza; M2 más CD para Japón; y agregados monetarios amplios según define la OCDE para Australia, Nueva Zelanda, Noruega y Reino Unido.

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

Cuadro IV.1

plazo persiste a los cambios en la coyuntura económica y financiera (véase el Gráfico IV.12). En segundo lugar, la estrecha correlación entre las medidas de la brecha del producto y de la masa monetaria en circulación permite asignar a veces una función complementaria a los agregados monetarios (como ilustra el Cuadro IV.1), señalando su posible utilidad como variables informativas adicionales. Además, el análisis empírico ha puesto de manifiesto cómo, a medida que el horizonte temporal se alarga, el contenido informativo de los agregados monetarios sobre la inflación parece crecer, mientras que el de las medidas de la holgura de la capacidad productiva disminuye, lo que avala su papel contrastivo en horizontes de medio plazo.

El crédito sale del ostracismo

Al mismo tiempo, a principios de la década actual empezó a trascender otra perspectiva conceptual que hacía hincapié en los agregados cuantitativos, y en particular en los crediticios. Esta perspectiva tenía raíces lejanas en las teorías de las fluctuaciones económicas de los primeros años del siglo XX, que habían puesto énfasis en los procesos que se auto-reforzaban y ocasionalmente desembocaban en expansiones y contracciones. Esta perspectiva también tomaba prestado de la tradición intelectual que subrayaba el papel del crédito y del comportamiento especulativo como causas de inestabilidad financiera. Por último, contenía elementos de los avances más recientes en teoría económica, que recalcan que las imperfecciones del crédito podían amplificar los ciclos económicos.

El telón de fondo de estos nuevos puntos de vista fue la observación de una serie de auges económicos y financieros recientes que terminaron en graves desaceleraciones de costosas consecuencias. Un ejemplo dramático fue la corrección de la economía japonesa iniciada a principios de la década de los años 90, cuya fase expansiva se caracterizó por un rápido crecimiento del crédito, el aumento de los precios de los activos y un nivel inusualmente elevado de formación de capital interno. Es importante destacar que la inflación manifiesta durante el periodo de expansión no supuso ningún problema, probablemente debido a desarrollos favorables por el lado de la oferta (véase el Gráfico IV.13).

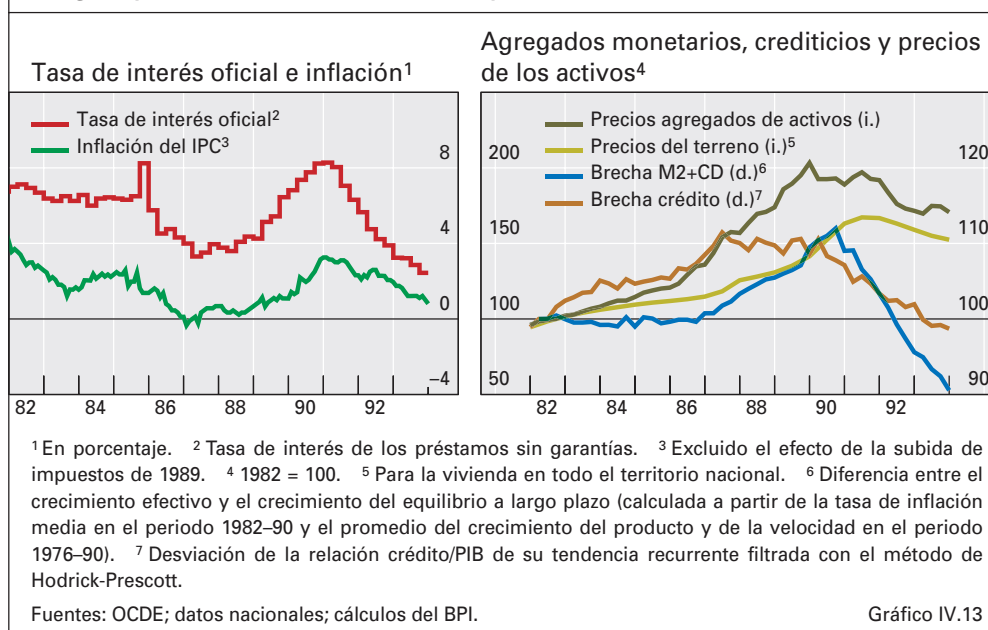
Además, los estudios fueron revelando cada vez más que esta clase de «auges del crédito que acaban mal» se habían producido en otros países industriales avanzados y en economías de mercado emergentes, así como en otros periodos. Aunque el comportamiento de la inflación no siempre fue uniforme en los distintos episodios, en general no había constituido un motivo de especial preocupación. Algunos de los ejemplos estudiados fueron las crisis bancarias de los países nórdicos a finales de los años 80 y principios de los 90, la crisis de 1997–98 en el sudeste asiático y, en cierta medida, aspectos de los ciclos económicos de Estados Unidos y el Reino Unido que terminaron en recesiones a comienzos de la década de los 90. Otros estudios se remontaron todavía más para observar que el periodo previo a la Gran Depresión se había caracterizado por una coyuntura no inflacionista similar, lo que sugería que los mecanismos económicos y la conducta humana que contribuyeron a esta clase de ciclos se habían mantenido a pesar de

Los ciclos de expansión y contracción resaltan el posible papel del dinero y especialmente del crédito...

... en particular la experiencia de Japón

También se observaron «auges del crédito que acaban mal» en otros países

Auges y desaceleraciones en Japón, 1982–93



los cambios importantes en las estructuras de las economías, su grado de apertura y los regímenes normativos.

Esta perspectiva encontró cierto soporte en trabajos estadísticos más formales que indicaban que las mediciones en tiempo real de la coexistencia de incrementos inusualmente rápidos del crédito y de los precios de los activos podrían ayudar a alertar de dificultades financieras, debilidad del producto y desinflación más allá del horizonte temporal tradicional de uno o dos años normalmente utilizado en los marcos de política monetaria. De manera más general, los estudios econométricos comenzaron a asignar un papel importante a los agregados cuantitativos, tanto monetarios como crediticios, en este tipo de fluctuaciones económicas de auge y corrección, en las que los precios inmobiliarios desempeñaban una función clave.

La principal implicación de esta perspectiva era que podría ser deseable que los marcos de política monetaria permitieran actuar para corregir una acumulación observada de desequilibrios financieros, aun cuando las perspectivas de inflación a corto plazo fueran benignas. Esto podría actuar como un seguro, limitando el riesgo y los costes de una corrección potencialmente perturbadora de los desequilibrios en el futuro, bien porque éstos se caen por su propio peso o bien porque acaban surgiendo presiones inflacionistas retardadas, obligando a los bancos centrales a endurecer su política. De hecho, en un entorno de inflación baja, las consecuencias desinflacionistas de una corrección podrían traducirse en riesgos de deflación, además de las complicaciones derivadas de la carga real de la deuda y del límite inferior cero para las tasas de interés oficiales nominales. Desde el punto de vista operativo, un endurecimiento preventivo obligaría a ampliar los horizontes de la política monetaria más allá del lapso de uno o dos años utilizado habitualmente, lo que permitiría valorar de forma más estructurada los riesgos extremos pero altamente improbables de un escenario.

Implicaciones
para la política
monetaria

Incorporación de la evolución monetaria y crediticia a las políticas

Los bancos centrales han adoptado diversas perspectivas sobre el papel de los agregados cuantitativos en los marcos actuales de política monetaria.

Algunos bancos centrales aún son reacios a asignar un papel destacado a los agregados monetarios...

A muchos bancos centrales les ha resultado difícil extraer de los agregados monetarios información suficientemente fiable como para utilizarlos como indicadores de la inflación, por lo que se han mostrado reacios a asignarles un papel destacado en el control de ésta. A esta categoría pertenecen la Reserva Federal y la mayoría de los bancos centrales con objetivos de inflación. No obstante, algunos de ellos han empezado a preguntarse si está justificado este enfoque de desatención institucional de los agregados cuantitativos, especialmente en economías donde éstos han registrado un rápido incremento, como es el caso del Banco de Inglaterra y, en mayor medida, del Banco Nacional de Suiza. Por el contrario, desde sus inicios, el BCE ha recalcado sistemáticamente la importancia de los agregados monetarios para contrastar la evidencia obtenida a partir de los determinantes de la inflación a corto plazo.

... mientras que otros están más dispuestos a hacerlo

Mayor disposición a considerar que el crédito contribuye a los desequilibrios financieros

En los últimos años, el clima intelectual preponderante entre los bancos centrales se ha vuelto un poco más receptivo a la corriente que resalta el papel potencial de los agregados cuantitativos como señales de desequilibrios financieros. Por ejemplo, el BCE ha ampliado y matizado la interpretación del pilar del análisis monetario para reflejar el papel del crédito y de los precios de los activos. Del mismo modo, la segunda perspectiva (a medio plazo) del nuevo marco de política monetaria del Banco de Japón también tiene cabida para estos factores. Además, en consonancia con esta corriente, varios bancos centrales con objetivos de inflación permiten ahora ampliar el horizonte normal de su política ante la posible acumulación de desequilibrios financieros (por ejemplo el Banco de Inglaterra, el Sveriges Riksbank y el Banco Central de Noruega), o han resaltado la importancia de partir ya de un horizonte temporal de medio plazo, como en el caso del Banco de la Reserva de Australia.

Riesgos bidireccionales

Es probable que en los próximos años se intensifique el debate sobre el lugar que deben ocupar los agregados monetarios y crediticios en los marcos de política monetaria. Ciertamente, la rápida expansión actual de estos agregados en distintas partes del mundo podría hacer que algunos bancos centrales se pregunten introspectivamente cuál es la respuesta de política monetaria más apropiada. Como ya se ha señalado, hay mucho en juego. Si otorgan demasiado peso a los agregados, los bancos centrales corren el riesgo de sobrerreaccionar y posiblemente confundir al público en cuanto a sus estrategias y prioridades, especialmente en economías en las que las presiones inflacionistas a corto plazo siguen siendo moderadas. Por otro lado, hacer caso omiso de las señales que se desprenden de estos agregados entraña el riesgo de reaccionar mal y tarde. En ambos casos, la credibilidad de los bancos centrales radica, en última instancia, en el término medio.

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

Durante la mayor parte de 2006 y los cuatro primeros meses de 2007, el dólar estadounidense se depreció de forma gradual en términos de cambio nominal efectivo (ponderado por el comercio), mientras que el euro se apreció. El yen, por su parte, sufrió una depreciación más acusada que la del dólar de Estados Unidos. Muchas otras monedas europeas, como la corona checa, la corona sueca y la libra esterlina, también se apreciaron en 2006 tanto en términos efectivos como frente al euro, aunque desde entonces se han debilitado ligeramente. La principal excepción ha sido el franco suizo, que en conjunto perdió valor durante todo el periodo analizado. Algunas monedas asiáticas, en especial el baht tailandés, se apreciaron en términos efectivos. La apreciación del renminbi frente al dólar estadounidense se aceleró en el segundo semestre de 2006, pero fue sensiblemente más moderada si se mide en términos efectivos.

En general, los mercados de divisas se caracterizaron por elevados niveles de actividad y reducida volatilidad en términos históricos. No obstante, se observaron dos episodios de mayor inestabilidad. El primero en mayo y junio de 2006, con importantes consecuencias sobre las monedas de mercados emergentes (como el real brasileño) y las de países que aunaban elevadas tasas de interés con abultados déficits por cuenta corriente, como es el caso de los dólares de Australia y Nueva Zelandia. El segundo episodio comenzó a finales de febrero de 2007, cuando una amplia gama de divisas experimentó un incremento de volatilidad, que comenzó a remitir a mediados de marzo.

Tres factores tuvieron especial incidencia en la evolución de los tipos de cambio durante el periodo examinado. En primer lugar, y como reflejo de las perspectivas macroeconómicas y sus implicaciones para la política monetaria, los diferenciales de las tasas de interés continuaron afectando a la evolución de varios pares de monedas. En un entorno de reducida volatilidad de los tipos de cambio, la continua acumulación de operaciones de *carry trade* puso de manifiesto la importancia de los diferenciales de tasas de interés. En segundo lugar, siguiendo la tendencia iniciada a finales de la década de los 90, la acumulación de reservas oficiales de divisas se incrementó de forma significativa en 2006, limitando los efectos de la presión apreciatoria sobre las monedas de la región asiática y de varios países exportadores de petróleo. En algunos casos, especialmente los de China, Corea, Malasia y Tailandia, también se introdujeron cambios en los controles de capital para relajar esa presión al alza. En tercer lugar, los desequilibrios mundiales continuaron caracterizando el entorno en el que se determinaban los tipos de cambio. Es posible que los grandes déficits fiscales o por cuenta corriente hayan influido

en el grado de reacción de algunas divisas ante los episodios de volatilidad en los mercados financieros. Al mismo tiempo, los participantes en el mercado parecieron conceder menos importancia al déficit por cuenta corriente estadounidense a la hora de explicar la evolución del dólar.

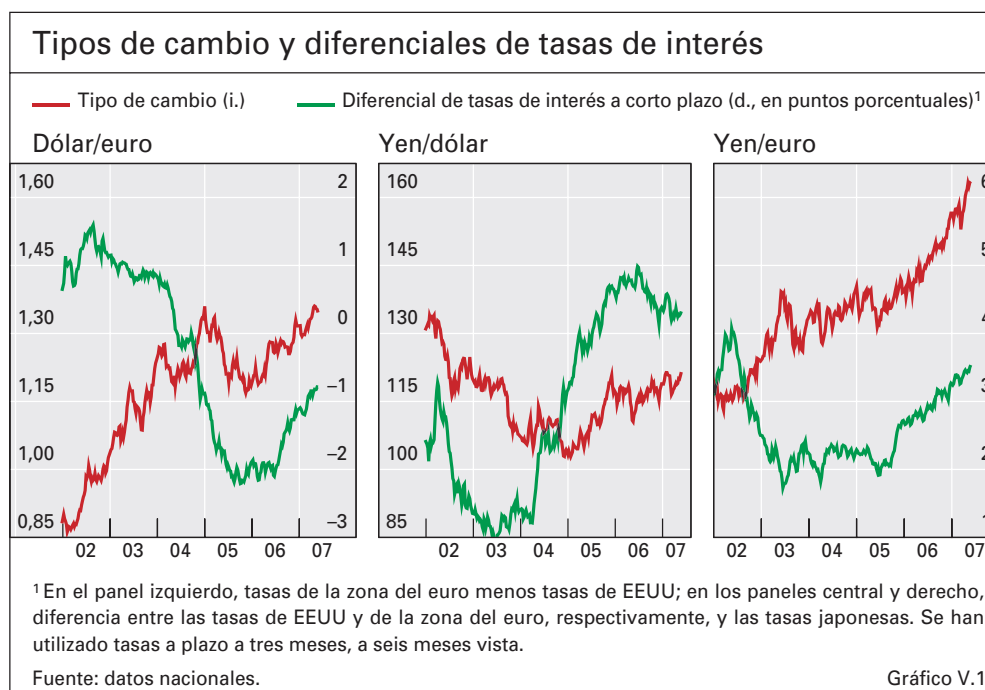
En la última sección del presente capítulo se estudian algunas tendencias en la gestión de las reservas que podrían tener repercusiones significativas para los mercados financieros, incluidos los mercados de divisas. Se analizan varios factores que subyacen a esas tendencias, como la gran acumulación de reservas de algunos países, los avances tecnológicos en el ámbito financiero y el desarrollo de los mercados financieros, así como los cambios en el entorno de buen gobierno en el que operan los bancos centrales. Posteriormente se debaten algunos de los retos que generan esos cambios.

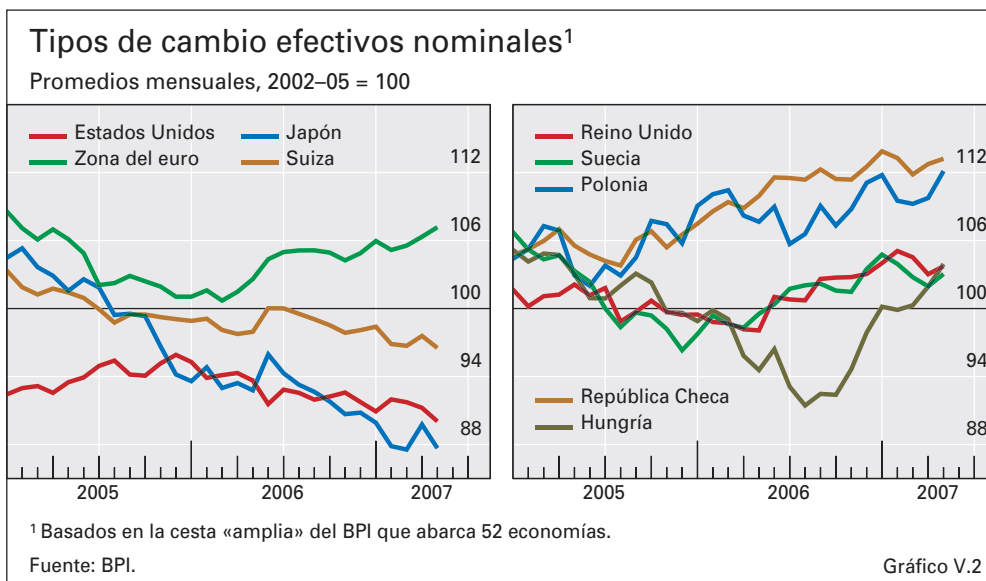
Evolución de los mercados de divisas

Durante 2006 y los cuatro primeros meses de 2007, la mayoría de las monedas siguieron en general su tendencia, aunque a principios de 2007 se observaron indicios de una ruptura clara de la misma en algunas de ellas.

En dicho periodo, el dólar estadounidense se depreció de forma generalizada, perdiendo casi el 6% en términos efectivos nominales. Frente al euro retrocedió cerca del 15%, cediendo así la mayor parte del terreno ganado en 2005 (véase el Gráfico V.1). A lo largo de 2006, el dólar estadounidense también se depreció frente a otras monedas europeas (sobre todo la libra esterlina), dólar australiano y las monedas de varias economías asiáticas emergentes. En cambio, tras una acusada depreciación en mayo de 2006, la moneda estadounidense se apreció frente al yen durante el resto del año. En general, a comienzos de 2007 pareció producirse una ruptura en la trayectoria de los tipos de cambio del dólar estadounidense, invirtiéndose en algunos casos

El dólar de EEUU se depreció de forma generalizada





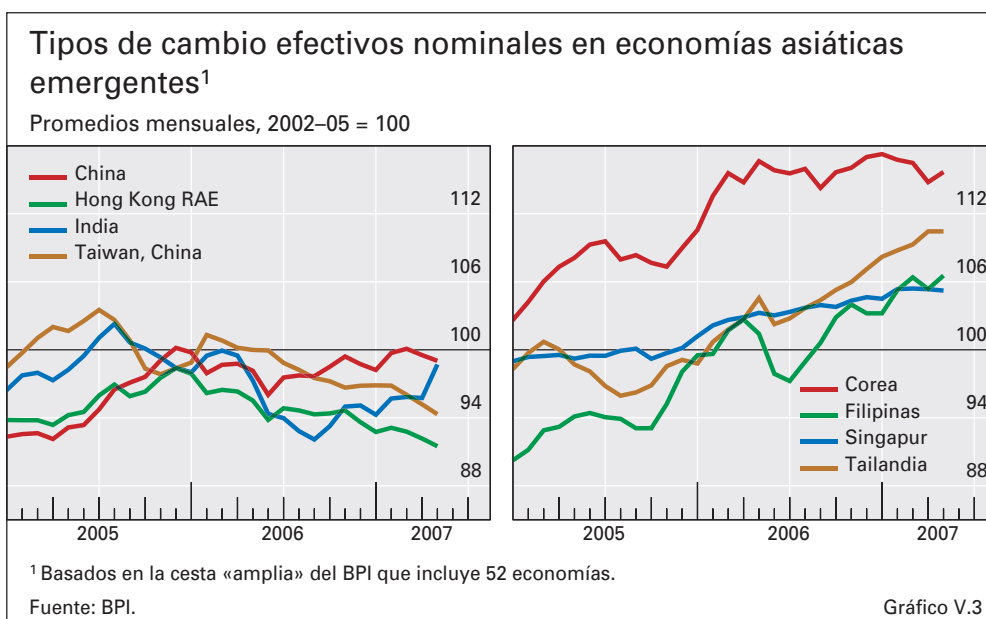
la tendencia anterior, mientras que en otros la moneda se habría estabilizado en cierta medida.

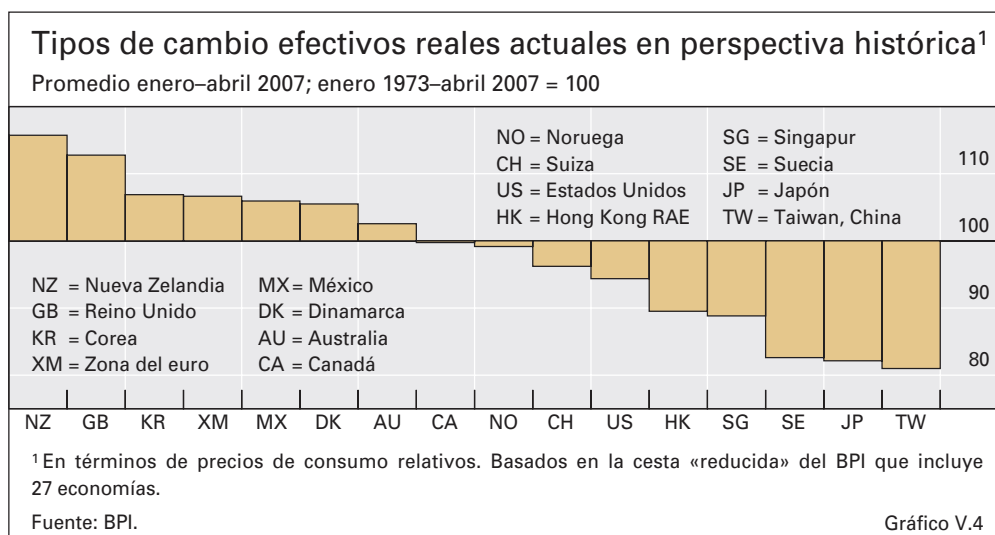
En general, las monedas europeas se apreciaron en términos efectivos nominales durante 2006. El euro avanzó casi un 5%, al tiempo que las coronas checa y sueca y la libra esterlina registraron también fuertes ganancias (véase el Gráfico V.2). Asimismo, el forint húngaro y el zloty polaco se apreciaron durante el segundo semestre de 2006. Sin embargo, a principios de 2007 algunas de esas tendencias se invirtieron. En este panorama, el franco suizo constituyó una excepción notable, ya que se mantuvo relativamente estable en términos efectivos nominales durante el primer semestre de 2006, para a continuación depreciarse durante el resto del periodo analizado.

La mayoría de las monedas europeas se apreciaron

Las monedas de la región asiática siguieron caminos divergentes y tendieron a moverse con menor sincronía que en años anteriores tanto frente al dólar estadounidense como en términos efectivos. Al igual que el dólar de Hong Kong y el nuevo dólar de Taiwan, el yen se depreció en términos

Las monedas asiáticas siguieron tendencias dispares





efectivos nominales durante 2006 y los primeros meses de 2007, aunque se apreció ligeramente en mayo de 2006 y en marzo de 2007. Por el contrario, el peso filipino y el baht tailandés se apreciaron de forma significativa (véase el Gráfico V.3). Aunque el won coreano no se fortaleció tanto como otras divisas asiáticas en 2006, se mantuvo en niveles elevados tras haberse apreciado el 15% en términos efectivos nominales durante los 18 meses anteriores, pero en los cuatro primeros meses de 2007 se depreció algo más del 1%. El ritmo de apreciación de renminbi frente al dólar estadounidense prácticamente se duplicó desde el primer semestre de 2006 hasta el periodo comprendido entre finales de junio de 2006 y finales de febrero de 2007, alcanzando una tasa anualizada de casi el 5%, que fue más moderada en términos efectivos. En marzo y abril de 2007, el renminbi se mantuvo en general estable frente al dólar estadounidense, aunque perdió más del 1% en términos efectivos.

Tipos de cambio actuales desde una perspectiva de largo plazo

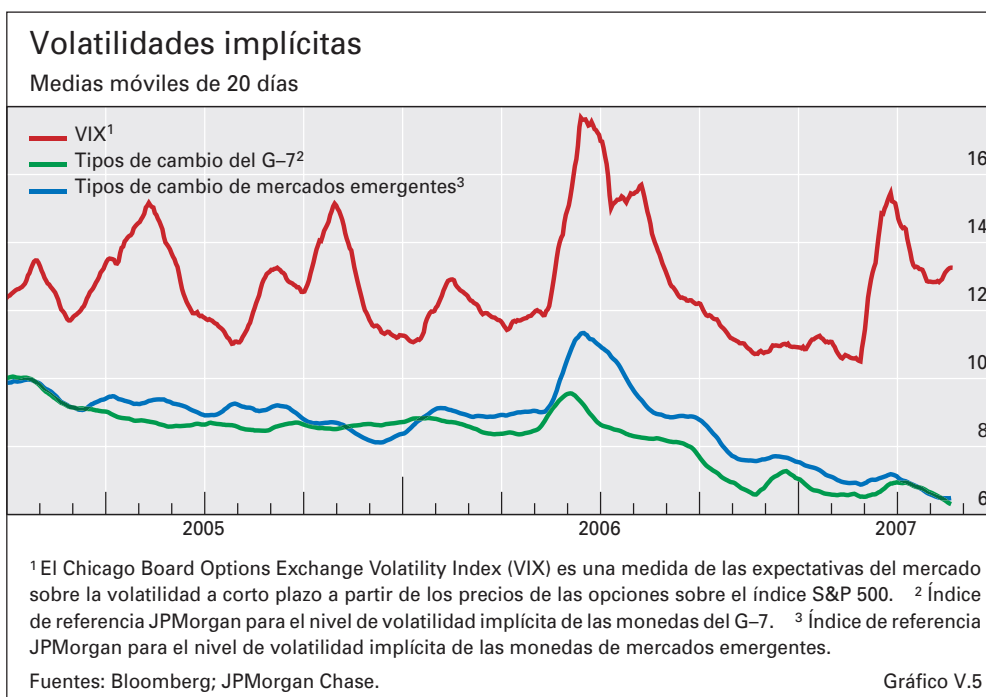
Una forma de evaluar los niveles actuales de los tipos de cambio en un contexto de más largo plazo consiste en comparar los tipos de cambio efectivos reales con sus promedios históricos. Durante el periodo examinado, la mayoría de las divisas no modificó sustancialmente su posición frente a esa referencia. En los cuatro primeros meses de 2007, los tipos de cambio efectivos reales del dólar estadounidense y del euro presentaban en promedio una desviación no superior al 7% respecto a sus medias históricas (véase el Gráfico V.4). Varias divisas asiáticas, sobre todo el nuevo dólar taiwanés y el yen, se encontraban más del 10% por debajo de sus promedios de largo plazo, lo mismo que en el caso de la corona sueca. Por el contrario, el dólar neozelandés y la libra esterlina registraban tipos de cambio significativamente superiores a sus promedios históricos.

Condiciones en los mercados de divisas

En términos generales, los mercados de divisas se caracterizaron por elevados niveles de actividad y una volatilidad históricamente baja, en consonancia con la tendencia general de esta última a descender en todos los mercados

Algunas divisas se alejan bastante de sus promedios históricos

Elevada contratación y reducida volatilidad



financieros (véanse el Gráfico V.5 y el Capítulo VI). Se produjeron dos episodios de repunte de la volatilidad en los mercados de divisas, que coincidieron con subidas más generales de ésta en los mercados financieros. No obstante, el aumento de la volatilidad durante esos episodios fue moderado y no generalizado.

Durante el primer episodio, que tuvo lugar en mayo y junio de 2006, tanto la volatilidad implícita como la del yen/dólar y yen/euro registraron un breve incremento. Especialmente pronunciado fue el repunte de la volatilidad en las monedas de algunos mercados emergentes, como el real brasileño y el rand sudafricano, que, sin embargo, fue más moderado en el caso de países con elevadas tasas de interés y abultados déficits por cuenta corriente, como Australia y Nueva Zelandia. La tendencia apreciatoria predominante quedó interrumpida momentáneamente. El segundo episodio se produjo a finales de febrero y principios de marzo de 2007, cuando la volatilidad de varios pares de monedas aumentó al volver a registrarse un acusado incremento de la misma en los mercados financieros en general, y se amplió el volumen de transacciones del mercado de divisas.

Dos episodios de repunte de la volatilidad

Determinantes de la evolución de los tipos de cambio

Tres han sido los principales factores que han configurado la evolución de los tipos de cambio en el transcurso del último año: las perspectivas macroeconómicas, con sus implicaciones para la política monetaria y los diferenciales de las tasas de interés; las políticas cambiarias e intervenciones relacionadas con lo anterior, sobre todo en economías de mercado emergentes de Asia; y los desequilibrios externos mundiales. Además, la evolución de los precios de las materias primas ha afectado a la dinámica de determinadas divisas.

Los diferenciales de tasas de interés y las operaciones de carry trade

Los diferenciales de tasas de interés ejercieron notable influencia en la evolución de los tipos de cambio

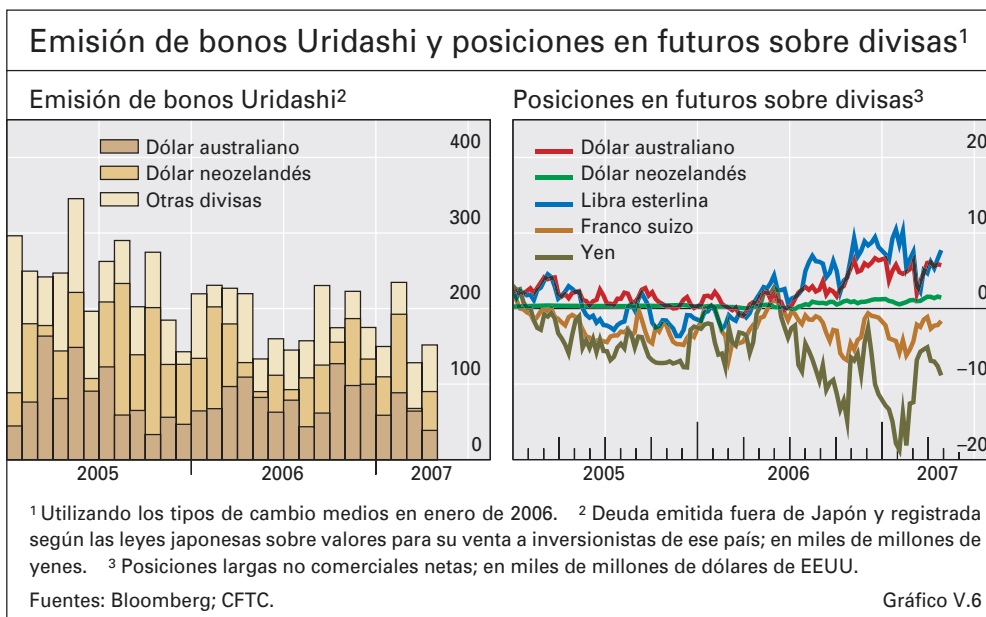
Como en años anteriores, la evolución de los diferenciales registrados y esperados de las tasas de interés, que reflejan la valoración que hacen los mercados de las condiciones macroeconómicas y sus implicaciones para la política monetaria, parece haber influido mucho en la evolución de los tipos de cambio. Un ejemplo al caso es el comportamiento del tipo de cambio dólar/euro. Las tasas a plazo implícitas, derivadas de los contratos a término (*forwards*) sobre tasas de interés, sugieren que los mercados preveían que el BCE seguiría normalizando las tasas de interés durante el periodo analizado y que la Reserva Federal, en cambio, estaría a punto de poner fin a su ciclo restrictivo (véase el Gráfico V.1). Esta hipótesis es congruente con la tendencia apreciatoria del euro frente al dólar en 2006 y a principios de 2007.

Importancia de las operaciones de *carry trade*

Además, la escasa volatilidad y los amplios diferenciales de las tasas de interés propiciaron flujos significativos entre divisas en forma de operaciones de *carry trade*. Convencionalmente, el término «*carry trade*» se utiliza para describir actividades especulativas por parte de agentes financieros como *hedge funds* y asesores en operaciones con materias primas. Estas operaciones consisten en tomar de forma simultánea posiciones cortas en la moneda de financiación y posiciones largas en la moneda de inversión, normalmente a través del mercado de derivados. Su rentabilidad depende, por tanto, de que las ganancias obtenidas gracias a los diferenciales de las tasas de interés no se vean contrarrestadas por fluctuaciones de los tipos de cambio, siendo así sensibles a aumentos de volatilidad de los tipos de cambio y a variaciones repentinas de las expectativas de tasas de interés. Los inversionistas que realizan estas operaciones suelen estar muy apalancados y podrían verse obligados a cerrar posiciones rápidamente si cambiaran las condiciones del mercado, con importantes repercusiones para los tipos de cambio, sobre todo en los mercados más pequeños. El súbito desplome del dólar frente al yen en octubre de 1998 sugiere que incluso los segmentos amplios del mercado pueden verse afectados por un repentino cierre de posiciones de *carry trade*.

La inversión minorista también fue importante

Para valorar el papel que desempeñan estas operaciones, conviene distinguir las de otros dos tipos de flujos entre divisas similares. Uno de ellos es el que generan los inversionistas minoristas residentes que compran activos de alta rentabilidad denominados en moneda extranjera. Un ejemplo muy comentado es la compra de bonos en moneda extranjera por el sector minorista en Japón, que probablemente se ha visto favorecida por la creciente tolerancia al riesgo que ha acompañado a la aceleración del crecimiento del producto interno. Dado que estos inversionistas japoneses poseen la mayor parte de su patrimonio en yenes, no son tan sensibles al riesgo de una revalorización súbita del yen como los inversionistas apalancados con posiciones cortas en esa moneda. Por tanto, es menos probable que deshagan sus inversiones en moneda extranjera durante episodios de volatilidad de los tipos de cambio. De hecho, en los mercados se comenta que los minoristas japoneses aprovecharon la apreciación del yen durante el reciente incremento de la volatilidad para ampliar su exposición a activos extranjeros de alta rentabilidad. Sin embargo, incluso los cambios de esas exposiciones pueden



incidir de forma significativa en los tipos de cambio si se producen a una escala suficientemente grande.

La evidencia indirecta sugiere que las compras de activos denominados en moneda extranjera por inversionistas privados fueron sustanciales durante el periodo analizado. Los datos sobre deuda en divisas adquirida por el sector minorista japonés muestran una constante salida de yenes japoneses durante 2006 para financiar posiciones en monedas de alta rentabilidad, sobre todo en el dólar australiano y neozelandés (véase el Gráfico V.6). Los informes del mercado señalaron estimaciones oficiales, aunque informales, que sugerían que las posiciones en divisas de estos inversionistas podrían rondar los 150.000 millones de dólares.

Un segundo flujo entre divisas que presenta similitudes con las operaciones de *carry trade* es el generado por los residentes en países con tasas de interés elevadas que se endeudan en una divisa con una tasa de interés menor para adquirir activos locales. Durante el periodo examinado, los analistas se centraron en las familias de Europa central y oriental que financiaban sus hipotecas en euros y francos suizos. Los descalces de monedas resultantes pueden hacer vulnerable la moneda nacional si son suficientemente grandes, como demostró la crisis asiática de 1997 y 1998. Sin embargo, los datos disponibles sugieren que estas inversiones no son tan voluminosas y, a diferencia de la actividad de *carry trade* con apalancamiento, no es probable un cierre rápido de posiciones. Además, la mayor parte de los préstamos en Europa central y oriental los han concedido en cualquier caso bancos de Europa occidental bien diversificados.

Durante el periodo analizado, los mercados han apuntado al yen y al franco suizo como las principales monedas de financiación en las operaciones de *carry trade*, siendo monedas de inversión los dólares de Australia y Nueva Zelanda, la libra esterlina y algunas monedas de mercados emergentes (como el real brasileño, el forint húngaro y el rand sudafricano). Las operaciones de *carry trade* podrían haber favorecido las tendencias apreciatorias de las

Las operaciones de *carry trade* son importantes para algunas divisas...

monedas de inversión. Sin embargo, en mayo–junio de 2006 y en febrero de 2007, un cierre de estas estrategias podría haber contribuido a debilitar estas monedas y a fortalecer a las de financiación (véase el Cuadro V.1). Dado que el incremento de la volatilidad fue bastante moderado y efímero, este efecto fue reducido y temporal y no se contagió a otros mercados cambiarios.

... y rentables

Las medidas concebidas para calcular los resultados *ex ante* y *ex post* de las operaciones de *carry trade* indican que, durante buena parte de 2006 y a principios de 2007, estas estrategias resultaron en general rentables en términos ajustados por el riesgo. Por ejemplo, el análisis de la relación *carry-to-risk*, que ajusta los diferenciales entre tasas de interés a los riesgos esperados implícitos en las opciones sobre divisas, sugiere que las operaciones de *carry trade* financiadas con yenes revistieron especial atractivo en 2006, gracias al mantenimiento de los diferenciales de las tasas de interés y a la reducida volatilidad de los tipos de cambio (véase el Gráfico V.7). No obstante, su rentabilidad cayó en mayo–junio de 2006 y en febrero de 2007, como consecuencia del incremento de su riesgo percibido en fases de mayor volatilidad de los mercados financieros.

Calcular el volumen de la actividad de *carry trade* y valorar su incidencia en los tipos de cambio resulta extremadamente complicado. Al carecer de

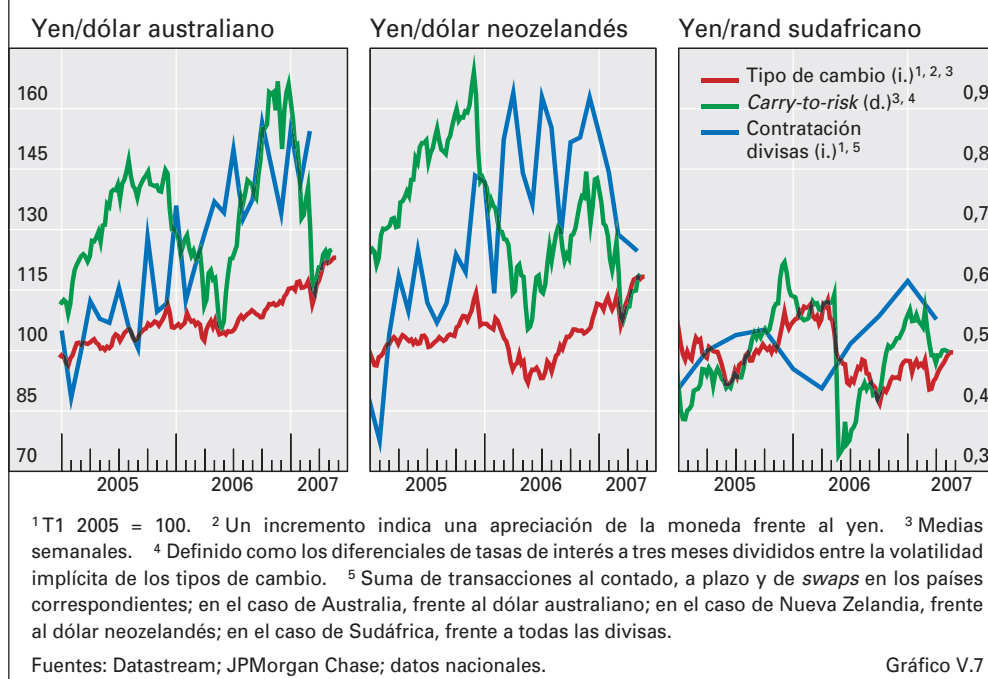
Diferenciales de las tasas de interés, desequilibrios externos y volatilidad de los tipos de cambio						
	Diferencial tasas de interés ¹	Cuenta corriente ²	Tipo de cambio ^{3, 4}		Volatilidad implícita ^{4, 5}	
	2006	2006	1º episodio ⁶	2º episodio ⁷	1º episodio ⁶	2º episodio ⁷
Brasil	9,8	1,3	-8,7	-1,7	7,2	4,3
Nueva Zelandia	2,7	-8,8	-1,7	-2,4	-0,1	1,9
Sudáfrica	2,5	-6,4	-10,9	-4,1	10,5	2,5
México	2,4	-0,2	-4,1	-2,1	4,5	0,6
Hungría	2,1	-6,9	-2,8	0,0	0,8	0,4
Australia	1,1	-5,4	-2,3	-0,7	0,2	1,1
Chile	0,1	3,8	-4,8	0,4	4,3	0,7
Reino Unido	-0,0	-2,9	0,7	-2,0	0,4	0,3
Corea	-0,4	0,7	-2,2	-1,4	-0,7	0,6
Polonia	-0,7	-2,1	-4,2	0,1	1,7	-0,0
Canadá	-0,8	1,7	1,3	-0,6	1,0	0,0
Noruega	-1,7	16,7	-0,2	-0,6	-0,0	0,2
Zona del euro	-1,8	-0,3	-0,0	0,4	-0,1	0,5
Suecia	-2,6	7,4	0,8	-1,5	0,0	0,6
Taiwan, China	-3,1	7,1	-2,6	0,2	-0,1	0,7
Suiza	-3,4	18,5	0,8	1,7	0,0	1,2
Japón	-4,5	3,9	-0,9	4,8	-0,7	2,4
<i>Pro memoria: VIX</i>	9,1	11,7

¹ Tasa de interés a tres meses frente a la tasa de EEUU. ² Cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PIB. ³ Variación porcentual. Un incremento indica una apreciación frente al dólar de EEUU. ⁴ Entre el nivel medio del mes anterior al comienzo del episodio de volatilidad y el nivel cuando la volatilidad VIX alcanzó su máximo. ⁵ Diferencia en puntos porcentuales. Volatilidad implícita a 1 mes frente al dólar de EEUU. ⁶ Desde el 17 de mayo de 2006, con un máximo el 13 de junio de 2006. ⁷ Desde el 27 de febrero de 2007, con un máximo el 5 de marzo de 2007.

Fuentes: FMI; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; datos nacionales.

Cuadro V.1

Tipos de cambio, relación *carry-to-risk* y contratación en los mercados de divisas



datos públicos sobre posiciones en los mercados de divisas, suele recurrirse a diversas medidas indirectas, tales como datos sobre posiciones especulativas abiertas en futuros sobre divisas, distintas variables que capturan el volumen de contratación en mercados cambiarios, el análisis de la rentabilidad de los *hedge funds* por estilo de inversión, y las estadísticas bancarias internacionales del BPI. En general, cuando se comparan con medidas de rentabilidad de las operaciones de *carry trade*, todas ellas sugieren que estas estrategias podrían haber influido de forma significativa en la evolución de los tipos de cambio durante el periodo analizado.

Una medida muy utilizada procede de los datos sobre posiciones abiertas en futuros sobre divisas negociados en la Chicago Mercantile Exchange. Estos distinguen entre operadores comerciales y no comerciales (especulativos), así como entre posiciones largas y cortas. Los datos sobre las posiciones abiertas no comerciales netas (sobre todo las cortas en yenes y las largas en libras esterlinas y dólares australianos) concuerdan con la evolución de los volúmenes de *carry trade*: un acusado incremento en 2005 y 2006 y una caída a finales de febrero de 2007, cuando creció la volatilidad de los tipos de cambio (véase el Gráfico V.6). Menos pruebas hay de un posible incremento de las posiciones cortas especulativas netas en el franco suizo durante 2006. Con todo, estas conclusiones deben considerarse con prudencia por varias razones. En primer lugar, los datos de la Encuesta Trienal del BPI de Bancos Centrales sobre la actividad de los mercados de divisas y derivados sugieren que sólo un pequeño porcentaje de las transacciones de divisas se realiza a través de los mercados de futuros. En segundo lugar, la clasificación de las transacciones de divisas como comerciales o

Distintos métodos para medir las operaciones de *carry trade*:

posiciones abiertas en mercados de futuros...

no comerciales es algo arbitraria. Por último, algunas de las operaciones identificadas como especulativas podrían no deberse a *carry trades*.

... contratación
en los mercados de
divisas...

Los datos sobre el volumen de contratación en los mercados de divisas avalan las conclusiones obtenidas a partir del análisis de los mercados de futuros. El fuerte crecimiento de las operaciones con el dólar australiano y neozelandés, así como en varias monedas de mercados emergentes, concuerda con el incremento de la actividad con *carry trades* con estas divisas como moneda de inversión durante 2006 (véase el Gráfico V.7). La elevada contratación registrada tras la brusca contracción de la relación *carry-to-risk* parece responder al cierre de *carry trades* ante el aumento de la volatilidad de los tipos de cambio. No obstante, estos datos ofrecen pruebas exclusivamente indirectas, pues no identifican la naturaleza de las transacciones ni sus contrapartes. Las encuestas semestrales sobre el mercado de derivados OTC, que adolecen de limitaciones similares, también proporcionan algunas evidencias sobre el incremento de la actividad en varias monedas de inversión de *carry trades*, así como en las de financiación como el yen y el franco suizo.

... análisis de
los *hedge funds*
por estilo de
inversión...

Un método alternativo para valorar el papel que han desempeñado las operaciones de *carry trade*, basado en un análisis por estilo de inversión de un amplio conjunto de datos sobre la rentabilidad de los *hedge funds*, confirma también en gran medida la importancia de estas estrategias para varias monedas. El análisis por estilos se basa en regresiones de la rentabilidad de un grupo de fondos sobre los resultados obtenidos con determinadas estrategias de *carry trade*, utilizando como variable de control la rentabilidad de índices generales del mercado. La aplicación de esta técnica a los datos de los dos últimos años de cientos de *hedge funds* ayuda a determinar si la rentabilidad fue sensible a los resultados de dichas estrategias. Los resultados de esta evaluación indican que las operaciones de *carry trade* con monedas como el dólar australiano y el real brasileño tienen una incidencia estadísticamente significativa aunque modesta en la rentabilidad de distintos tipos de *hedge funds*. Aunque este análisis por estilos puede servir para destacar la importancia general de las *carry trades* para los *hedge funds* en el medio plazo, resulta complicado deducir con precisión lo ocurrido con estas inversiones durante episodios de mayor volatilidad.

... y las estadísticas
bancarias del BPI

Las estadísticas bancarias internacionales del BPI proporcionan información más dispar sobre la importancia de las operaciones de *carry trade*. Estas estadísticas pueden resultar útiles en la medida en que dichas transacciones se llevan a cabo, al menos en parte, a través de operaciones de endeudamiento y préstamo. Cualquier variación en los activos frente a residentes en centros financieros, por oposición a otros lugares, podría interpretarse como indicativa de un cambio en la actividad de *carry trade*, dado que muchos *hedge funds* o servicios de inversión por cuenta propia están ubicados en esos centros. En la práctica, estos datos muestran una caída en 2006 del valor neto de los activos en circulación denominados en yenes, incluido un descenso del crédito a residentes del Reino Unido y de centros extraterritoriales, lo que parece cuadrar con el descenso de la actividad de *carry trade* con el yen como moneda de financiación. Por el contrario, los

activos en francos suizos aumentaron en el primer semestre de 2006, lo que parece indicar una creciente utilización del franco como divisa de financiación, aunque el importe de las posiciones acreedoras frente a prestatarios en el Reino Unido y en centros financieros extraterritoriales continuó siendo relativamente escaso. Estos resultados también deben interpretarse con cautela, ya que las variaciones mundiales en las posiciones acreedoras responden a diversos factores, y no sólo a la actividad de *carry trade*.

Política cambiaria

Como en años anteriores, la considerable acumulación de reservas de divisas indica que la intervención tuvo gran peso en los mercados de divisas en 2006. Las reservas oficiales en manos de las autoridades monetarias crecieron en cerca de 850.000 millones de dólares, el doble de lo registrado en 2005 (véase el Cuadro V.2). Esta acumulación obedeció en gran medida —aunque no en su totalidad— a la intervención en los mercados de divisas como respuesta a las presiones apreciatorias ejercidas por los fuertes flujos de entrada en los mercados locales de capital, con frecuencia en combinación con grandes superávits por cuenta corriente. Es probable que los efectos de valoración derivados de fluctuaciones significativas de los tipos de cambio, unidos a los flujos de ingresos, hayan «inflado» el valor de las reservas al expresarlas en dólares estadounidenses.

Significativo incremento de las reservas oficiales de divisas

Además del crecimiento de las reservas oficiales en los balances de los bancos centrales, se ha producido un significativo incremento de las reservas de divisas gestionadas por fondos de inversión soberanos. En algunos casos, estos fondos se han creado para neutralizar los efectos de la volatilidad de los precios de las materias primas sobre la economía nacional, por lo que su tamaño ha aumentado como consecuencia del encarecimiento continuo de las materias primas. Por ejemplo, el Fondo Público de Pensiones de Noruega, que es uno de los fondos de inversión soberanos más transparentes, ha triplicado su patrimonio desde 2002 debido a las subidas de los precios del petróleo. Otros fondos soberanos suponen un destino alternativo para los superávits por cuenta corriente en economías con tipos de cambio intervenidos. La continua acumulación de reservas oficiales y el reciente anuncio de la utilización de parte de las reservas oficiales de China para crear un fondo independiente orientado a la inversión parecen indicar que las reservas gestionadas por este tipo de fondos seguirán aumentando.

China siguió registrando la mayor acumulación de reservas de divisas en términos absolutos, pese a las medidas adoptadas en 2005 para flexibilizar el régimen cambiario, seguida de Rusia, que duplicó las reservas amasadas en 2005. Brasil y la India también experimentaron notables incrementos principalmente como consecuencia de la intervención cambiaria.

La intervención en los mercados cambiarios no bastó para contrarrestar las presiones apreciatorias sobre los tipos de cambio de varios países asiáticos, por lo que algunas monedas siguieron apreciándose significativamente (véase el Gráfico V.3). En muchos casos, como en China, Corea, Filipinas, la India y Malasia, la intervención se complementó con la liberalización de las salidas de capital. Por ejemplo, Corea suavizó las restricciones a la inversión en el

Los cambios en los controles de capital también afectaron a los tipos de cambio

Variación anual de las reservas oficiales de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	<i>Pro memoria: en circulación (dic 2006)</i>
	A los tipos de cambio vigentes						
Total	113,2	358,7	616,8	723,2	426,1	859,8	5.034,2
Países industriales	6,3	116,1	215,5	197,3	-23,3	99,9	1.394,9
Estados Unidos	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	40,9
Zona del euro	-10,8	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	184,0
Japón	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	874,9
Asia	76,2	174,0	263,8	363,8	250,0	396,3	2.217,5
China	46,6	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	1.066,3
Hong Kong RAE	3,6	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	133,2
India	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	170,2
Indonesia	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	7,9	40,7
Corea	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	238,4
Malasia	1,2	3,8	10,4	22,1	4,5	12,4	81,7
Filipinas	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	19,9
Singapur	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	20,5	135,8
Taiwan, China	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	266,1
Tailandia	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	65,1
América Latina ¹	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	271,0
Argentina	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	30,4
Brasil	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	32,0	85,6
Chile	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	19,2
México	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	75,4
Venezuela	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	28,9
ECO ²	4,0	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	181,3
Oriente Medio ³	1,9	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	101,4
Rusia	8,3	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	295,3
<i>Pro memoria: exportadores netos de petróleo⁴</i>	17,6	27,7	67,0	100,0	114,8	219,0	706,5

¹ Países mencionados, además de Colombia y Perú. ² Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ³ Arabia Saudita, Kuwait, Libia y Qatar. En el caso de Arabia Saudita, excluye la inversión en valores extranjeros. ⁴ Angola, Argelia, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Rusia, Venezuela y Oriente Medio. En el caso de Nigeria, datos de 2006 hasta noviembre.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Cuadro V.2

extranjero e incentivó la inversión en valores y activos inmobiliarios no nacionales. En China se tomaron nuevas medidas para fomentar las salidas de capital. Entre otras, se elevaron los límites de adquisición de divisas por empresas y particulares, se autorizó a bancos y compañías de seguros a invertir en activos de renta fija extraterritoriales y se permitió a los gestores cualificados acumular fondos en divisas e invertir en el extranjero. Por el contrario, con ese mismo objetivo en mente, el Banco de Tailandia optó por incrementar los controles a las entradas de capital, tras varios intentos por frenar la apreciación del baht (véase el Capítulo III).

Además de la rápida acumulación de reservas, también se prestó atención al cambio en su composición y posibles repercusiones en los tipos

de cambio, aunque es difícil encontrar pruebas sustanciales de que hayan tenido efecto alguno. A lo largo de 2006 se anunciaron cambios efectivos o potenciales en la denominación de numerosas reservas de divisas, que en su mayoría favorecían a las reservas denominadas en euros y libras esterlinas en detrimento del dólar estadounidense. Cualquier efecto de estos anuncios sobre los tipos de cambio fue efímero, posiblemente porque las reservas en cuestión no eran en general muy voluminosas. Esta explicación se confirma con los datos agregados del FMI, que pese a ser parciales, indican que los porcentajes de reservas oficiales denominadas en dólares estadounidenses y en euros se mantuvieron más o menos estables entre 2005 y 2006, representando dos tercios y un cuarto del total, respectivamente. El único cambio de tendencia significativo en la composición ha sido un incremento de la participación de la libra esterlina y una reducción de la del yen. Conviene destacar, no obstante, que no se dispone de información sobre la composición de divisas de las reservas de algunos países, en particular de China, lo que limita la utilidad de estas estadísticas. Además, estos datos no cubren los fondos de inversión soberanos, de los que existe escasa información sobre su composición.

Los cambios en la composición de divisas no tuvieron gran repercusión

Desequilibrios mundiales

Las tendencias de los desequilibrios mundiales de la cuenta corriente se estabilizaron algo en 2006, aunque no hubo evidencias claras de que fueran a revertirse sustancialmente en un futuro próximo (véase el Capítulo II). Aunque el déficit por cuenta corriente estadounidense continuó ampliándose en 2006, a principios de 2007 se redujo ligeramente como porcentaje del PIB. En conjunto, el superávit por cuenta corriente de la región asiática aumentó levemente en relación al PIB, mientras los superávits de los países exportadores netos de petróleo se estabilizaron al ceder terreno los precios del crudo en el segundo semestre de 2006. Europa central y oriental fue la región que experimentó el deterioro más acusado de su posición por cuenta corriente.

Los desequilibrios mundiales se estabilizaron

Los desequilibrios externos no parecen haber afectado de forma directa a la fluctuación de los tipos de cambio del G-3. Aunque cabría argumentar que la tendencia depreciatoria del dólar estadounidense refleja la preocupación subyacente de los mercados por su elevado déficit por cuenta corriente, la sustancial depreciación del yen no se corresponde con la posición de la cuenta corriente japonesa. Esto sugiere que los diferenciales de las tasas de interés han pesado más que las consideraciones de largo plazo en el ejercicio analizado, como ya hemos comentado.

Ningún efecto significativo sobre los tipos de cambio del G-3...

Los elevados déficits por cuenta corriente parecen haber hecho más vulnerables las monedas de algunas economías más pequeñas frente a un incremento de la aversión al riesgo, en especial durante el episodio de volatilidad de mayo y junio de 2006. Al mismo tiempo, existe una fuerte correlación negativa entre el cociente de la balanza por cuenta corriente sobre PIB y el nivel de las tasas de interés internas (véase el Cuadro V.1). En concreto, varias economías objetivo de inversión en operaciones de *carry trade* presentan grandes déficits por cuenta corriente. Las regresiones de la volatilidad de los tipos de cambio sobre estos dos factores durante los últimos

... pero sí cierta incidencia en monedas con menor contratación

seis años indican que las tasas de interés han tenido mayor peso. De ser así, esto podría sugerir que durante el ejercicio analizado la vulnerabilidad a una posible reversión de los flujos especulativos ha sido más relevante que los desequilibrios estructurales.

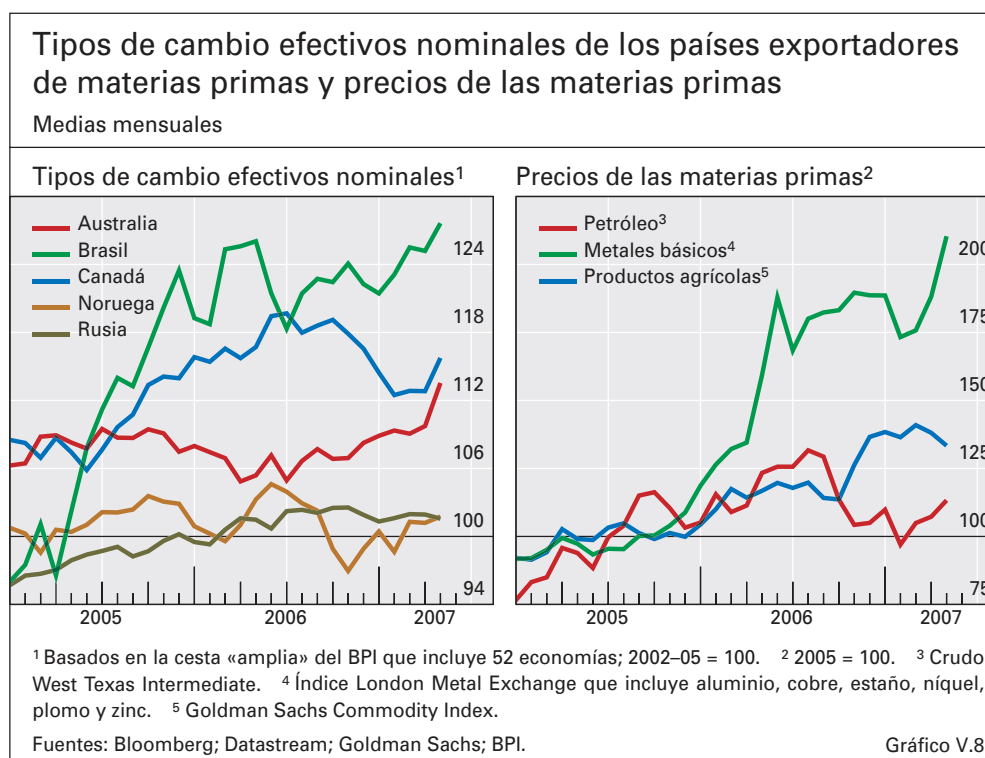
Aún está por ver si la experiencia reciente servirá para anticipar lo que puede ocurrir con los tipos de cambio si los desequilibrios externos no se corrigen. La volatilidad de los mercados financieros ha sido muy baja en términos históricos; incluso en los episodios en los que se ha incrementado, sus valores máximos han sido moderados. Por lo tanto, es posible que los tipos de cambio en países con elevados déficits por cuenta corriente fluctúen de forma más acusada si la volatilidad creciera de forma más significativa.

Precios de las materias primas

Durante el ejercicio analizado, los tipos de cambio de los países exportadores de materias primas reflejaron en casi todos los casos la evolución de los precios de éstas, que fue menos sincronizada que en el pasado reciente. Los tipos de cambio de exportadores de energía como Canadá y Noruega reprodujeron fielmente la evolución de los precios del crudo, apreciándose en el primer semestre de 2006 para luego depreciarse en el segundo (véase el Gráfico V.8). Las monedas de ambos países volvieron a fortalecerse en los cuatro primeros meses de 2007, tras el repunte de los precios del petróleo. Los tipos de cambio de otros países exportadores de materias primas se depreciaron tras la caída de los precios de la mayoría de las materias primas no petrolíferas durante la fase de inestabilidad por la que atravesó el mercado en mayo de 2006. Sin embargo, los tipos de cambio de exportadores de materias primas diversificadas, como Australia y Brasil, se recuperaron con bastante celeridad y se mantuvieron próximos a niveles históricamente altos,

La experiencia reciente quizás no sea una guía fiable de cara al futuro

Diversas tendencias en los tipos de cambio de los países exportadores de materias primas



ya que la confluencia de escasez de oferta y fuerte demanda permitió que los precios de muchas materias primas se recuperaran, en algunos casos incluso alcanzando nuevos máximos. El rublo ruso se benefició tanto de la fortaleza de los precios del petróleo durante el primer semestre de 2006 como de la condición de Rusia de exportador de materias primas diversificadas en la segunda mitad del año.

Acumulación y gestión de reservas

El tamaño y la concentración de las reservas oficiales de divisas tras años de crecimiento continuado, sobre todo desde la crisis asiática, han renovado el interés por la forma en que se gestionan y su posible incidencia en los mercados financieros. Por ejemplo, se ha generado un acalorado debate sobre si la compra por el sector oficial de deuda denominada en dólares de Estados Unidos ha lastrado los rendimientos de la deuda pública de ese país (véase el Capítulo VI). De cara al futuro, pueden formularse también preguntas sobre cómo afectaría al mercado cualquier cambio significativo en la composición de los activos que integran las reservas, posiblemente en el marco de medidas más generales para incrementar la rentabilidad.

Los cambios en la gestión de reservas pueden afectar a los mercados financieros...

La gestión de reservas ha evolucionado sustancialmente a lo largo de la última década, reflejando los cambios acontecidos tanto en el entorno económico como en un contexto institucional más amplio. Estos cambios han afectado a las prácticas habituales de gestión de reservas de divisas en un amplio conjunto de bancos centrales (que suelen ser los encargados de ello), con repercusiones más allá de aquellos que gestionan las mayores carteras de reservas oficiales. Mientras algunos de estos cambios han sido muy comentados, otros han atraído menos atención.

... y han evolucionado significativamente en los últimos años

En este contexto, esta sección documenta algunos de los principales cambios en la gestión de reservas de divisas, analiza sus factores determinantes y explora algunos retos que plantea el futuro, haciendo especial hincapié en los que podrían tener mayores repercusiones para los mercados financieros. A tal efecto, las causas de la acumulación de reservas netas se dan por supuestas, por estar relacionadas con decisiones políticas más generales.

Principales tendencias en la gestión de reservas de divisas

Al analizar la evolución de las prácticas en la gestión de reservas, al menos tres tendencias merecen especial atención. Al igual que ha ocurrido con la política monetaria y la de supervisión, estas tendencias afectan a los objetivos, los instrumentos y las competencias de los bancos centrales. Si bien es cierto que su intensidad y el momento de hacerse presentes varían de una economía a otra, su incidencia ha sido bastante generalizada. Estas tendencias son: una mayor atención a la rentabilidad; la adopción de un enfoque más estructurado, sustentado en el fortalecimiento interno del buen gobierno y de la gestión del riesgo; y un mayor grado de divulgación de información.

Tres tendencias principales:

Probablemente la tendencia más visible haya sido la creciente atención prestada a la rentabilidad, algo que se ha manifestado de diversas formas. En algunos casos, se han constituido fondos patrimoniales de titularidad

una mayor atención a la rentabilidad...

... un enfoque más estructurado de la toma de decisiones y la gestión de riesgos...

pública con un mandato más estricto de primar la rentabilidad. Varios bancos centrales han subdividido las reservas en tramos independientes, como, por ejemplo, una cartera de liquidez y una cartera de inversión, o se han encomendado a gestores externos para permitir una gestión más especializada. En términos más generales, los bancos centrales han ampliado su gama de instrumentos de inversión para incluir activos como los «productos sobre diferenciales», que ofrecen una prima de rendimiento frente a otros más tradicionales, ya sea debido a sus características de liquidez o bien a su menor calidad crediticia.

El enfoque más estructurado de las decisiones de gestión de reservas ha adoptado tres formas sumamente complementarias que se refieren al grado de estratificación vertical y de separación horizontal en los procesos de gestión y a las funciones de soporte a la gestión del riesgo.

La primera forma de estructuración ha sido la adopción de un marco descendente y verticalmente estratificado para asegurar el correcto diseño de la cartera y su implementación efectiva. En el ámbito estratégico, se han dedicado numerosos esfuerzos a determinar la mejor relación rentabilidad-riesgo para la cartera («asignación estratégica de activos»), en un marco de decisión más amplio sobre la relación rentabilidad-riesgo aceptable para la institución, que tenga en cuenta el resto de funciones que ésta realiza (véase más adelante). En la mayoría de los bancos centrales, la responsabilidad de definir este compromiso estratégico ha recaído formalmente en la dirección de la institución. A continuación, la estrategia adoptada se articula seleccionando una cartera de referencia y definiendo los márgenes de tolerancia en los que se permite variar la asignación elegida. En muchos bancos centrales se ha introducido un nivel intermedio de asignación táctica de activos, entre la asignación estratégica de activos y la toma de posiciones por los gestores de cartera, con el fin de centralizar las decisiones que buscan aprovechar la evolución a más corto plazo del mercado.

El segundo método utilizado ha sido la introducción de un mayor grado de separación horizontal en la organización de las actividades implicadas en la gestión de reservas al objeto de reforzar la integridad del proceso, sobre todo limitando potenciales conflictos de intereses internos. En concreto, se ha tendido a acentuar la separación entre actividades tales como la gestión de activos, la medición de resultados, el cumplimiento de las directrices de inversión y las funciones de pago, tanto por lo que respecta a su organización funcional como a la jerarquía de responsabilidades.

El tercer método ha consistido en reforzar los procesos de gestión del riesgo, considerado un paso necesario para ampliar el universo de inversión y adoptar un enfoque de inversión más disciplinado. Por lo que respecta a los riesgos financieros, el mayor uso de herramientas de medición y gestión del riesgo ha contribuido a diseñar la cartera de referencia, a medir y evaluar los resultados, a limitar los riesgos de ejecución y a garantizar el cumplimiento de la normativa. También ha habido una tendencia a centralizar en mayor medida la gestión del riesgo operacional y a darle mayor prominencia en el seno de la organización, asignándose las competencias correspondientes a niveles directivos más elevados.

La mayor comunicación pública de información ha afectado a varios aspectos de la gestión de reservas de divisas. Un creciente número de bancos centrales publica actualmente más información sobre su marco institucional, sobre los activos que componen su universo de inversión y sobre su rentabilidad. Algunos bancos centrales divulgan también la composición en divisas de sus reservas, aunque normalmente los que han publicado tal información no poseían porcentajes significativos de las reservas mundiales. La principal excepción ha sido el banco central de Rusia.

... y una mayor divulgación de información

Principales factores tras estas tendencias

Estas tendencias en la gestión de reservas de divisas de los bancos centrales se vieron respaldadas por varios acontecimientos clave en el entorno económico e institucional. Los más importantes fueron la gran acumulación de reservas por algunos países, los avances en tecnología financiera y en los mercados financieros, y los cambios en el ámbito externo de buen gobierno en el que operan los bancos centrales.

Tres causas principales:

La gran acumulación de reservas de divisas que se ha producido en varios países durante los últimos años ha inclinado naturalmente la balanza hacia estrategias más orientadas a la rentabilidad, al tiempo que ha resaltado la importancia de los procesos necesarios para gestionar una fracción creciente de los recursos de una economía. Aunque medir con precisión la «adecuación» de las reservas resulta bastante complicado, parece que en varias economías éstas están muy por encima de los niveles estándar basados exclusivamente en consideraciones de liquidez (véase el Cuadro V.3). Éste es el caso especialmente de economías cuyo principal factor de acumulación de reservas ha dejado de ser el esfuerzo deliberado por dotarse de fondos con fines defensivos para convertirse en los intentos por controlar la apreciación de la moneda local.

la gran acumulación de reservas de divisas...

Los avances en tecnología financiera y el desarrollo de los mercados financieros son factores más generales que han tenido un peso importante en las principales tendencias de gestión de reservas. De forma un tanto similar a lo que sucede en el sector privado, los avances en el campo de la tecnología financiera han dotado a los bancos centrales de las herramientas necesarias para enfocar de forma más estructurada la medición y la gestión del riesgo, probablemente contribuyendo también a reducir la necesidad de saldos de liquidez pura. El desarrollo de los mercados financieros ha ampliado la gama de activos que proporcionan un nivel aceptable de liquidez con rendimientos atractivos, como es el caso de diversos valores respaldados por hipotecas. Los mercados financieros también han mejorado la capacidad de los bancos centrales para obtener fondos sin apenas demora mediante la constitución de garantías. Con una frecuencia cada vez mayor, los bancos centrales han empezado asimismo a usar productos derivados para cubrir sus decisiones de inversión. En el futuro, los mercados de derivados también podrían contribuir a una nueva ampliación del universo de inversión. Por ejemplo, es posible que la aparición de mercados profundos para *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) permita a los bancos centrales gestionar con mayor eficacia los riesgos asociados con la entrada en mercados de bonos corporativos.

... avances en tecnología financiera y en los mercados financieros...

... y cambios en el ámbito externo de buen gobierno

Por último, los cambios en el ámbito externo de buen gobierno han tenido consecuencias de amplio alcance y diversidad, lo que contribuye a explicar la disparidad de las tendencias observadas en los distintos países. En concreto, la tendencia generalizada hacia una mayor independencia de los bancos centrales ha conferido mayor relieve a la obligación de responder de sus propias actuaciones y a su transparencia. Éste ha sido uno de los factores que han motivado la mayor divulgación de información en el ámbito de la gestión de reservas, así como el fortalecimiento de los procesos de buen gobierno interno. En algunos países, también ha acentuado la presión para obtener mayor rentabilidad de las reservas. Al mismo tiempo, se ha prestado más atención a la importancia de la reputación y la credibilidad para una eficaz formulación de políticas. Esto ha aguzado la sensibilidad de los bancos centrales a la necesidad de procesos de inversión sólidos, en términos tanto de eficacia como de seguridad, así como a la gestión de los posibles conflictos de intereses. La función de muchos bancos centrales como órganos reguladores y normativos del sector privado, y su consiguiente necesidad de predicar con el ejemplo, ha sido un incentivo más en esa línea.

Retos

La forma de abordar los retos puede afectar a los mercados financieros

Las principales tendencias en la gestión de reservas que se acaban de describir han planteado retos significativos para los bancos centrales. Si bien algunos de estos retos se limitan en gran medida a la organización y el funcionamiento internos de la institución, otros pueden tener repercusiones más inmediatas para los mercados financieros y los tipos de cambio. Para ilustrar este segundo

Reservas de divisas y medidas de adecuación								
	Reservas en circulación ¹		Reservas/importaciones ²		Reservas/agregados monetarios amplios ³		Reservas/deuda a corto plazo ⁴	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
China	166	1.066	9	16	10	24	8	13
Japón	347	875	11	18	6	15	2	2
Taiwan, China	107	266	9	16	19	34	8	8
Rusia	24	295	6	20	44	77	2	5
Corea	96	238	7	9	29	38	2	2
Otros Asia ⁵	325	647	6	7	27	30	2	2
América Latina ⁶	136	271	5	7	23	25	1	2
Oriente Medio ⁷	75	178	9	8	25	30	2	2
Europa central y oriental ⁸	69	181	5	4	39	36	2	1
Economías industriales ⁹	344	334	1	1	3	2	0	0

¹ En miles de millones de dólares de EEUU. ² Meses de las importaciones. ³ En porcentaje. ⁴ Relación; la deuda externa a corto plazo se define como activos internacionales consolidados de todos los bancos declarantes al BPI frente a países no declarantes con un vencimiento máximo de un año, más títulos de deuda internacionales en circulación con un vencimiento máximo de un año; basado en las posiciones en circulación al final del año. En los casos de Libia y Arabia Saudita, excluye títulos internacionales. ⁵ Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁶ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁷ Arabia Saudita, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán y Qatar. ⁸ Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ⁹ Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Suiza y la zona del euro.

Fuentes: FMI; Datastream; BPI. Cuadro V.3

punto, merece la pena analizar más detalladamente tres cuestiones: la elección de la unidad de cuenta («numerario») para el diseño de la cartera, la definición del compromiso adecuado entre rentabilidad y riesgo para las reservas, y el grado apropiado de comunicación pública de información. En todos estos ámbitos no existe ni la solución para todo, ni por supuesto la respuesta «correcta», sino que es necesario alcanzar complicados compromisos entre consideraciones contrapuestas. Aún así, la forma en que se resuelvan estos asuntos puede tener consecuencias potencialmente significativas.

En el ámbito estratégico, la elección de la moneda o cesta de monedas que servirá como unidad de cuenta en las decisiones de asignación de cartera, que puede diferir de la utilizada a efectos de contabilidad pública, tiene una especial influencia en la composición de divisas de las reservas. Suponiendo que la rentabilidad esperada de las distintas monedas se iguala a largo plazo —una hipótesis habitual cuando se toman decisiones de asignación estratégica de activos—, la elección de la unidad de cuenta afecta a la composición de divisas de la cartera de referencia principalmente a través de su incidencia en la variabilidad medida de la rentabilidad. Concretamente, la composición de las reservas tendrá un claro sesgo hacia divisas con mayor covarianza con la unidad de cuenta. La adopción de un enfoque más estructurado y formal de gestión de reservas y la disponibilidad de herramientas financieras más sofisticadas han resaltado recientemente la importancia de esta elección.

En principio, la elección de unidad de cuenta presupone un análisis cuidadoso de los usos previstos de las reservas y del entorno institucional general que ayuda a definir la tolerancia al riesgo del tenedor de las reservas. Tradicionalmente, cuando las reservas se mantenían principalmente con fines de intervención, una candidata clara a unidad de cuenta (en gran parte implícita) era la moneda más líquida utilizada para las intervenciones, en especial el dólar estadounidense. De forma similar, cuando las transacciones de la cuenta de capital eran menos importantes que en la actualidad, la divisa de denominación de las importaciones constituía una alternativa natural como unidad de cuenta. Posteriormente, en los casos en que las reservas llegaron a considerarse principalmente una cobertura para los pasivos externos, la composición de divisas de esos pasivos podría haber adquirido relevancia.

Más recientemente, dos tendencias sugieren que la moneda nacional podría estar aumentando su atractivo como unidad de cuenta. En primer lugar, sobre todo en países en los que las reservas superan las necesidades de liquidez y se mantienen principalmente como inversión, la moneda nacional podría considerarse una guía más fiable para determinar si se está optimizando o no la cartera. Asimismo, es posible que los bancos centrales sean ahora más sensibles a las pérdidas, dado que existe la percepción de que éstas pueden socavar su reputación y su independencia operativa (véase más adelante), en buena medida debido a la erosión de sus recursos propios. Si es así, esto tendería a acrecentar la influencia del régimen cambiario sobre la asignación de divisas, sesgándola a favor de la divisa o cesta de divisas frente a la que sea más estable la moneda nacional.

Determinar la relación rentabilidad-riesgo adecuada para el tenedor de reservas es una tarea especialmente difícil. Ya sería complicada si la función

¿Cómo debe elegirse la divisa que sirve como unidad de cuenta?

La forma en que se supone que se utilizarán las reservas influye en esta elección

La moneda nacional cada vez se elige más

¿Cómo debería definirse una adecuada relación rentabilidad-riesgo?

de la gestión de reservas se considerara de forma aislada, y lo es aún más cuando se considera como parte del conjunto de funciones que desarrollan los bancos centrales. La forma de resolver esta cuestión tiene consecuencias para la amplitud del universo de activos de inversión y para el grado y el tipo de gestión activa.

La respuesta depende de los costes de oportunidad...

Aunque el giro hacia la inversión que ha dado la gestión de reservas ha fomentado naturalmente el énfasis en la rentabilidad, no existen criterios claros para determinar cuál debería ser el equilibrio correcto entre rentabilidad y riesgo. En parte, esto se debe a la dificultad de calcular el verdadero coste de oportunidad de los fondos. Por ejemplo, en sentido lato, todas las reservas se «toman en préstamo», ya sea en la moneda nacional o en divisas, y, por lo tanto, el coste inmediato de financiación se calcula fácilmente. Sin embargo, la valoración del verdadero coste de oportunidad para la economía no puede dejar de lado consideraciones de equilibrio general, que implican una opinión sobre la configuración hipotética de los tipos de cambio y de las tasas de interés en ausencia de acumulación de reservas. Esto, a su vez, dependería naturalmente de los usos alternativos que pudieran darse a las reservas, como la inversión en infraestructuras o rebajas fiscales.

... de las posibles consecuencias para la reputación...

La combinación de la gestión de reservas de divisas con otras funciones complica aún más las cosas. Los bancos centrales en particular, dada su acentuada sensibilidad al riesgo de reputación, suelen ser también muy sensibles a los riesgos de crédito y operacionales asociados con las actividades de inversión, probablemente mucho más allá de la incidencia directa de dichos riesgos en la rentabilidad de la cartera. Además, a medida que las reservas representan una proporción mayor del balance general del banco central, paradójicamente la preocupación por las pérdidas podría aumentar, con la consiguiente reducción de la tolerancia al riesgo. Esta situación reflejaría la mayor probabilidad de que el capital de la institución sufriera una merma considerable. El deseo de evitar tal resultado también puede tener consecuencias para la «ubicación» de la función de gestión de reservas dentro del sector público. Por ejemplo, estas consideraciones explican por qué se han creado fondos especiales de inversión, que no figuran en el balance de los bancos centrales, en algunas economías que se presume poseen reservas superiores a sus necesidades de liquidez. Al mismo tiempo, la experiencia de Noruega sugiere que algunas de esas restricciones a las preferencias de riesgo dependen en gran medida del entorno institucional específico en el que opera el banco central. En este país, el banco central gestiona sus propias reservas y el Fondo Público de Pensiones con criterios bastante similares.

... y de otros objetivos de las políticas

Con carácter más general, cabe preguntarse hasta dónde conviene llevar realmente el enfoque más orientado a la rentabilidad. En un mercado cada vez más globalizado, las competencias compartidas por las autoridades en relación con bienes públicos, como el buen funcionamiento de los mercados y la estabilidad financiera, ponen límites a esa orientación. Por ejemplo, es perfectamente natural que los agentes del sector privado, que responden a incentivos individuales, se muevan por la rentabilidad o que, ante turbulencias, reduzcan posiciones y se retiren de los mercados. Ahora bien,

ese comportamiento, si se generaliza y se lleva demasiado lejos, puede contribuir a generar inestabilidad financiera.

Pese a la tendencia hacia una mayor transparencia, la cuestión de cuál es el nivel adecuado de divulgación de información sobre reservas de divisas suscita considerable controversia. En el pasado, buena parte del debate sobre la publicación de información giraba en torno al nivel total de reservas y a la intervención que daba lugar a variaciones de ese volumen, no a su composición. Sin embargo, con el incremento de las reservas, la atención se ha desviado hacia su composición y las consecuencias que los cambios en la misma podrían tener para los mercados financieros, una información que los bancos centrales tradicionalmente han estado menos dispuestos a facilitar.

Dejando a un lado los sistemas de buen gobierno, y a riesgo de simplificar en exceso, se ha considerado que el nivel óptimo de publicación de información es aquél que permite un equilibrio entre, por una parte, la eficiencia que se consigue al proporcionar información adicional a los mercados financieros y, por otra, la pérdida de margen de maniobra táctico que sufre el gestor de reservas. Las diferencias de opinión dependen, por lo tanto, de las distintas perspectivas sobre el buen funcionamiento de los mercados y sobre la medida en que la publicación de información limita realmente la capacidad de las autoridades para lograr sus objetivos.

Entre los factores que podrían reducir la disposición de los gestores de reservas a actuar con transparencia cabe citar el volumen de las reservas y la naturaleza del régimen cambiario. Si las reservas de divisas son muy cuantiosas (véase el Cuadro V.3), resulta menos probable que se sostenga la hipótesis de que el banco central apenas tiene influencia en los mercados de divisas y en los instrumentos en que invierte. Los aspectos tácticos podrían tener aún más relevancia si la información sobre variaciones en la composición de divisas de las reservas se interpretara como un presagio de cambios en un régimen cambiario controlado. La información sobre la composición de divisas podría revelar también datos sobre actividades de intervención al ayudar a identificar, *ex post*, cambios en el nivel de reservas debidos a efectos de valoración. De forma más general, las modificaciones en la composición de divisas de las reservas técnicamente constituyen una intervención esterilizada por parte de las autoridades cuyas divisas se intercambian, y existe una considerable divergencia de opiniones sobre la incidencia de dichas transacciones en los tipos de cambio

¿Cuál es el nivel óptimo de divulgación?

Hay compromisos...

... afectados por factores como el tamaño de las reservas en cuestión

VI. Los mercados financieros

Aspectos más destacados

Los precios de los activos de riesgo continuaron aumentando durante la mayor parte de 2006 y a principios de 2007. Los dos intensos episodios de ventas generalizadas registrados en el periodo analizado se revelaron correcciones transitorias del recorrido alcista, más que desaceleraciones prolongadas. Como resultado, varios mercados bursátiles alcanzaron máximos históricos, mientras diversos diferenciales de rendimiento marcaban nuevos mínimos. Esta evolución tuvo lugar a pesar de los indicios de una posible inflexión del crecimiento mundial y de los efectos que comenzaban a tener sobre la confianza de los inversionistas el deterioro de las perspectivas económicas en Estados Unidos y las subidas previas de las tasas de interés.

En este entorno, los rendimientos de la deuda en las economías industriales avanzadas se estabilizaron hacia mediados de 2006, para después empezar a reducirse. En Estados Unidos en concreto, los rendimientos de la deuda pública cayeron durante el segundo semestre del año, reflejando con ello la inquietud de los inversionistas por las perspectivas de crecimiento del país y las expectativas de relajación de la política monetaria. El panorama económico para Japón siguió manteniéndose más optimista, espoleando en cierta medida los rendimientos de la deuda, mientras que la progresiva mejora de las previsiones para la zona del euro terminó por alentar una subida de los rendimientos de los bonos.

Si bien la caída de los rendimientos de la deuda puede haber sustentado en ocasiones los precios de las acciones durante el periodo analizado, más importante resultó la continua firmeza del crecimiento de los beneficios empresariales. Los cambios sostenidos en la estructura de capital de las empresas estimularon asimismo los mercados de renta variable, conforme volvían a aumentar las operaciones de recompra de acciones y crecían sustancialmente las fusiones y adquisiciones de empresas. Por último, el auge bursátil recibió un impulso adicional procedente de la elevada y creciente preferencia de los inversionistas por el riesgo.

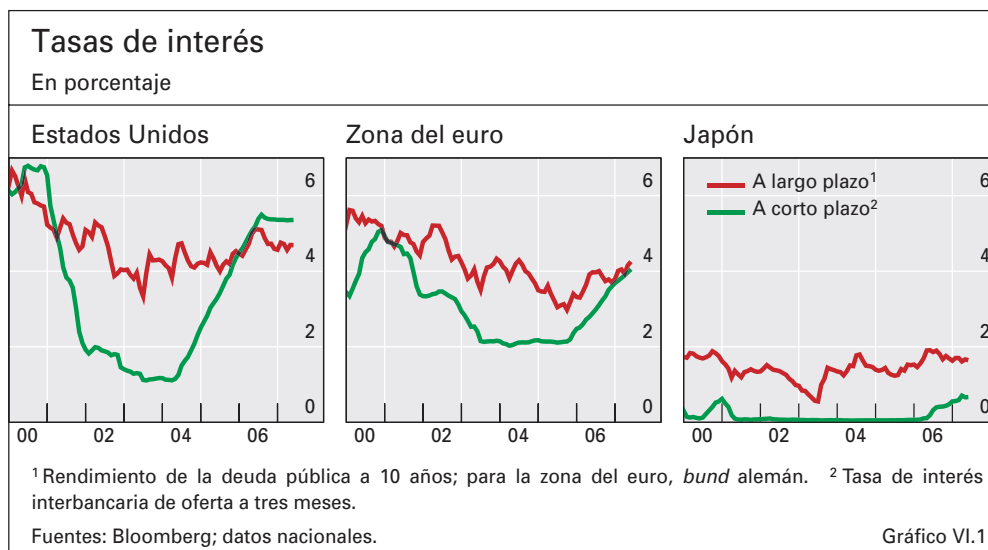
La combinación de una coyuntura económica más propicia y de una creciente predisposición de los inversionistas a asumir riesgo benefició también a los diferenciales de rendimiento de la deuda corporativa en los mercados desarrollados. Los sólidos beneficios empresariales y el bajo nivel de apalancamiento redujeron hasta niveles muy bajos la percepción de los mercados sobre la probabilidad de incumplimiento. Del mismo modo, las ganancias registradas en los mercados emergentes coincidieron con

mejoras de las calificaciones crediticias y condiciones macroeconómicas por lo general sólidas. Sin embargo, al igual que en otros mercados, la mayor preferencia por el riesgo seguramente contribuyó a acentuar la tendencia de los diferenciales a estrecharse, tanto en los mercados desarrollados de deuda corporativa como en los emergentes.

Perspectivas de crecimiento divergentes hicieron tambalearse los rendimientos

El aumento gradual de los rendimientos a largo plazo observado durante algún tiempo en los mercados de deuda pública de los países desarrollados concluyó en mayo de 2006 con un episodio de ventas generalizadas en los mercados financieros mundiales. Aunque los precios de los activos que entrañan mayor riesgo se recuperaron con rapidez, los rendimientos de la deuda no lograron restablecer su tendencia al alza. De hecho, los rendimientos a largo plazo comenzaron a disminuir a mediados de 2006 en las economías del G-3, conforme los inversionistas revisaban a la baja sus perspectivas de crecimiento económico, especialmente para Estados Unidos (véase el Gráfico VI.1). Las expectativas de recortes de las tasas de interés oficiales por parte de la Reserva Federal, patentes en los mercados durante buena parte del periodo, contribuyeron al mencionado descenso de los rendimientos. Aun cuando las perspectivas de crecimiento fueron algo más optimistas en Japón, apenas indujeron presiones alcistas sobre los rendimientos de la deuda japonesa, aunque seguramente limitaron los descensos. En la zona del euro, la favorable dinámica de crecimiento cobró progresivo impulso y acabó induciendo mayores rendimientos de la deuda. Entre principios de mayo de 2006 —es decir, antes del episodio de ventas generalizadas— y el 18 de mayo de 2007, el rendimiento de la deuda pública estadounidense a 10 años cayó en torno a 35 puntos básicos, hasta el 4,80%, mientras que en la zona del euro ganó alrededor de 30, hasta rondar el 4,30%, y en Japón descendió casi 25, hasta el 1,65%.

Los rendimientos de la deuda a largo plazo tendieron a la baja a partir de mediados de 2006



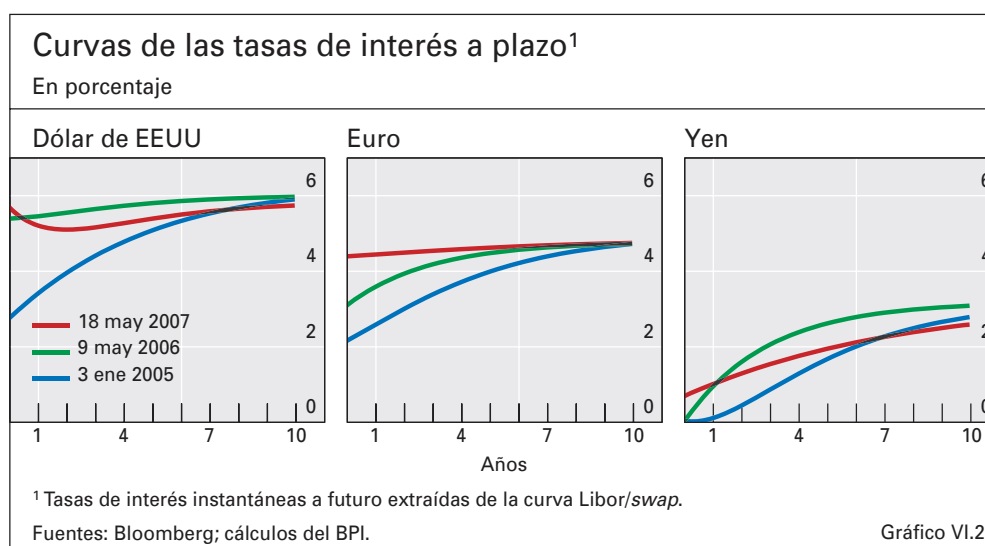
Aplanamiento de la curva de rendimientos en Japón y en la zona del euro

Mayores expectativas de recorte de las tasas de interés oficiales en EEUU...

Tras la decimoséptima subida consecutiva de la tasa de interés oficial decidida por la Reserva Federal estadounidense el 29 de junio de 2006, comenzó un prolongado compás de espera, en el que los cambios en las expectativas de los inversionistas sobre las futuras decisiones de política monetaria contribuyeron al descenso de los rendimientos, tanto a largo como a corto plazo. Aunque los inversionistas inicialmente esperaban un endurecimiento monetario adicional, si bien más pausado, sus expectativas fueron variando gradualmente en favor de una prolongada estabilidad de las tasas de interés oficiales, para finalmente anticipar eventuales recortes de éstas por la Reserva Federal. En el momento de la subida de tasas de interés de junio de 2006, el diferencial entre los rendimientos de los bonos estadounidenses a 10 y dos años prácticamente se había anulado. El 18 de mayo de 2007, esta situación apenas había variado, pero el segmento a corto plazo de la curva estadounidense de tasas de interés a plazo implícitas se había invertido considerablemente (véase el Gráfico VI.2). Esta modificación estuvo en consonancia con las expectativas de relajación de la política monetaria en el corto-medio plazo en ese país.

... mientras las tasas de interés subían en Japón y en la zona del euro

Mientras las tasas de interés oficiales permanecieron sin cambios en Estados Unidos, el continuo endurecimiento de la política monetaria en Japón y en la zona del euro provocó el aplanamiento de las curvas de rendimiento en ambas economías (véase el Gráfico VI.2). En julio de 2006, Japón dejó atrás las tasas de interés oficiales nulas, con su primera subida en seis años, a la que siguió otra en febrero de 2007. Entre junio de 2006 y mayo de 2007, el BCE subió en cinco ocasiones sus tasas de interés oficiales, 25 puntos básicos cada vez (véase el Capítulo IV). Mientras tanto, los rendimientos de la deuda a largo plazo registraban una ligera caída en Japón y sólo un moderado ascenso en la zona del euro, suavizando con ello la pendiente de las curvas de las tasas de interés. Entre principios de mayo de 2006 y el 18 de mayo de 2007, el diferencial entre los rendimientos de los bonos a 10 y dos años se redujo aproximadamente 55 puntos básicos en la zona del euro y 45 en Japón.



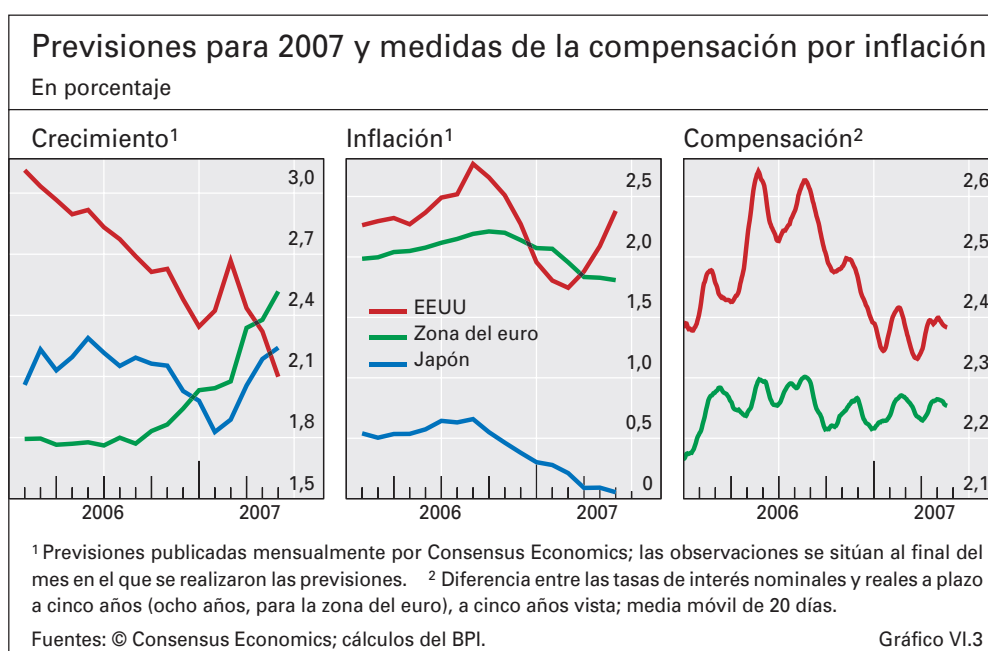
Perspectivas de crecimiento divergentes y moderación de las expectativas de inflación

Como siempre, las decisiones sobre las tasas de interés oficiales reflejaron los cambios en la valoración del entorno macroeconómico y sus perspectivas futuras, que también influyeron en gran medida en la evolución de los rendimientos de la deuda a largo plazo. La velocidad y magnitud esperadas de la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos fueron seguramente los determinantes principales de las expectativas del mercado y de la valoración de la deuda pública durante el pasado año. Las percepciones de los inversionistas sobre la trayectoria del futuro crecimiento estadounidense se tornaron menos optimistas conforme transcurría 2006, por el temor a las consecuencias del rápido enfriamiento del mercado de la vivienda, del prolongado encarecimiento del petróleo y de las subidas previas de las tasas de interés. Como reflejo de todo ello, las previsiones de crecimiento económico en Estados Unidos para 2007 procedentes de encuestas se revisaron continuamente a la baja, con una breve interrupción en los primeros meses de 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.3).

Aunque los cambios en las perspectivas económicas para Estados Unidos también influyeron en los rendimientos de la deuda fuera de ese país, las expectativas de crecimiento económico de la zona del euro y de Japón lo hicieron asimismo en la evolución de los bonos en estas economías. En la zona del euro, dada la aceleración del ritmo de crecimiento y la mejora paulatina de las expectativas sobre la actividad económica futura, los rendimientos de la deuda registraron inicialmente caídas inferiores a las de Estados Unidos, pero más tarde aumentaron de forma gradual. En Japón, los rendimientos de los bonos disminuyeron menos que en Estados Unidos durante el periodo examinado, al generalizarse entre los inversionistas la opinión de que la economía estaba retornando a la normalidad y situándose en una senda de sólido crecimiento.

Una desaceleración esperada presionó a la baja las tasas de interés de EEUU...

... mientras que la aceleración del crecimiento elevaba los rendimientos en la zona del euro

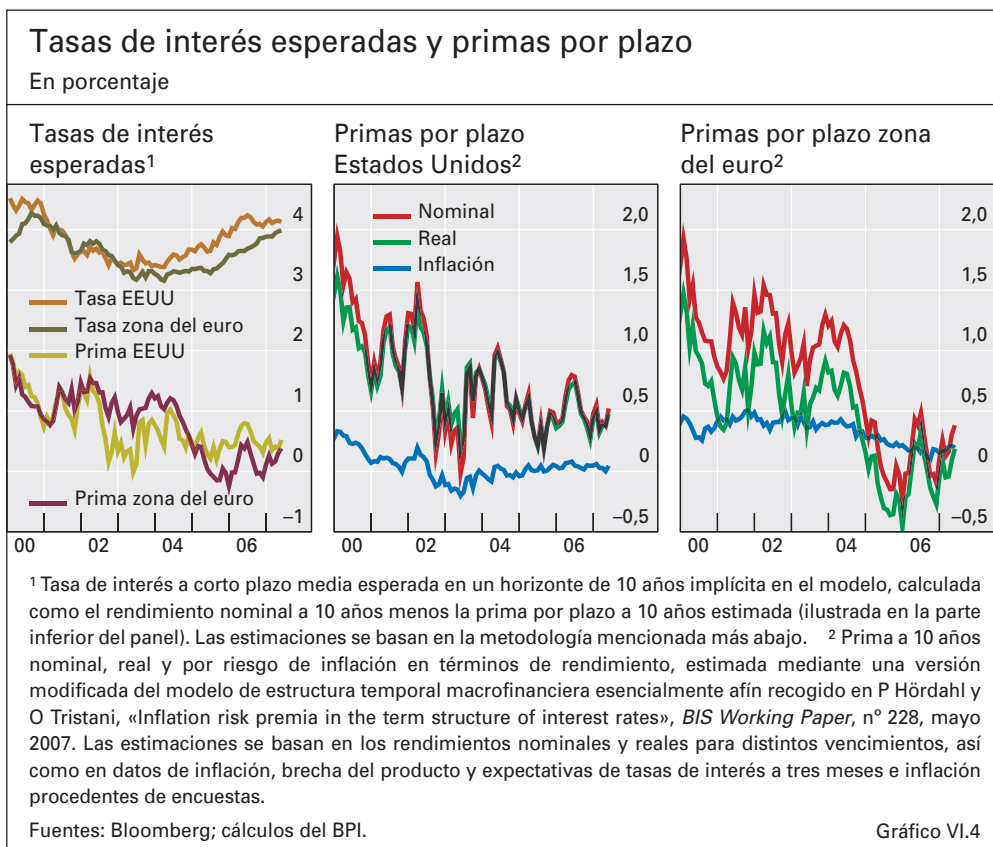


Además de las perspectivas de crecimiento, las percepciones de los inversionistas sobre la evolución futura de la inflación contribuyeron a definir la trayectoria de los rendimientos de la deuda durante el pasado año. En el primer semestre de 2006 se percibía un aumento gradual de las presiones inflacionistas, particularmente en Estados Unidos, que pareció atenuarse en el segundo semestre tras las medidas de endurecimiento monetario y un descenso del precio del petróleo que se prolongaría hasta finales de año. Por consiguiente, las previsiones de inflación para 2007 procedentes de encuestas comenzaron a atemperarse después de un aumento gradual a principios de 2006 (véase el panel central del Gráfico VI.3). Sin embargo, los indicios durante el primer semestre de 2007 de un proceso de moderación de la inflación más lento de lo inicialmente previsto dieron lugar a una inversión parcial de esa tendencia. En Estados Unidos, las expectativas de inflación a largo plazo, aproximadas por la diferencia entre los rendimientos nominales y reales a plazo de la deuda pública, reflejaron en buena medida esa evolución (véase el panel derecho del Gráfico VI.3). Por su parte, las medidas de inflación equivalentes de la zona del euro permanecieron más estables, reflejando con ello la percepción en los mercados de que una política monetaria gradualmente más contractiva contrarrestaría las presiones sobre los precios derivadas de la aceleración de la actividad económica.

Las menores primas por plazo contribuyeron a la caída de los rendimientos de la deuda

Aunque las perspectivas económicas definieron en parte la evolución de los rendimientos de la deuda durante el pasado año, también hubo otros factores explicativos. En concreto, la ausencia de una sólida dinámica alcista de esos rendimientos durante gran parte de 2006 en la zona del euro parece contradecirse, en cierta medida, con los buenos resultados económicos del área. En cambio, el descenso de las primas por plazo sí que pareció influir, al igual que en Estados Unidos, donde presionó de nuevo a la baja los rendimientos de los bonos del Tesoro.

Las primas por plazo incorporadas en la estructura temporal de las tasas de interés representan la compensación que perciben los inversionistas por asumir riesgos asociados a la incertidumbre sobre la evolución futura de las mismas. En los casos de Estados Unidos y de la zona del euro, las estimaciones de tales primas permanecieron en niveles reducidos en comparación con sus patrones históricos (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.4). Además, aunque las primas por plazo parecieron aumentar ligeramente entre finales de 2005 y mediados de 2006, posteriormente comenzaron a caer. Las estimaciones muestran que, desde mediados de 2006 hasta mayo de 2007, la prima por plazo nominal a 10 años cayó aproximadamente 25 puntos básicos en Estados Unidos, lo que supone alrededor de tres cuartas partes del descenso total del rendimiento a 10 años durante ese periodo. Los 10 puntos básicos restantes se atribuyeron a las expectativas de tasas de interés medias más bajas en el futuro. En la zona del euro, la prima por plazo a 10 años se redujo alrededor de 40 puntos básicos en el segundo semestre de 2006, recuperándose luego en gran medida en los cinco primeros meses de 2007.



Si se extrae la prima por plazo de los rendimientos de la deuda a 10 años, parece que se explica mejor la dispar evolución económica del pasado año en estas dos áreas. La senda implícita de las tasas de interés nominales esperadas en promedio para los próximos 10 años continuó aumentando de forma ininterrumpida en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos se estabilizó y tendió a la baja a mediados de 2006 (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.4).

Los nuevos modelos de la estructura temporal de las tasas de interés pueden ofrecer cierta información sobre los determinantes estructurales de las primas por plazo estimadas. Las primas por plazo incorporadas en los rendimientos nominales de la deuda pueden descomponerse, de forma aproximada, en dos elementos: una prima por riesgo de inflación y una prima por riesgo real. El primer componente refleja la compensación que exigen los inversionistas por la incertidumbre asociada a la inflación, mientras que el segundo refleja la compensación por asumir el riesgo de variabilidad de las tasas de interés reales. Si se modeliza de forma conjunta la dinámica de los rendimientos de los bonos nominales e indicados y las variables macroeconómicas fundamentales, se obtiene una indicación de la evolución de estas primas a lo largo del tiempo. Es indudable que estas estimaciones entrañan una incertidumbre considerable. Además, los resultados pueden verse afectados por las condiciones de liquidez de los distintos mercados, así como por factores institucionales. Por ejemplo, ciertos factores de demanda institucional y las fuertes compras de valores públicos por bancos centrales extranjeros y otras instituciones estatales pueden haber presionado a la baja

La descomposición de las primas por plazo...

los rendimientos de la deuda durante algún tiempo (véase el Capítulo VI del 76º Informe Anual).

... muestra que el descenso obedeció básicamente a la reducción de las primas reales

Con todo, la información disponible parece sugerir que las variaciones de alta frecuencia de las primas por plazo nominales obedecieron a fluctuaciones de su componente real, en gran medida en el caso de la zona del euro y casi por completo en Estados Unidos (véanse los paneles central y derecho del Gráfico VI.4). Al mismo tiempo, las primas estimadas por riesgo de inflación mostraron un gradual descenso en la zona del euro durante gran parte de 2006, mientras que en Estados Unidos permanecieron esencialmente estables.

Continua caída de las volatilidades implícitas en las tasas de interés

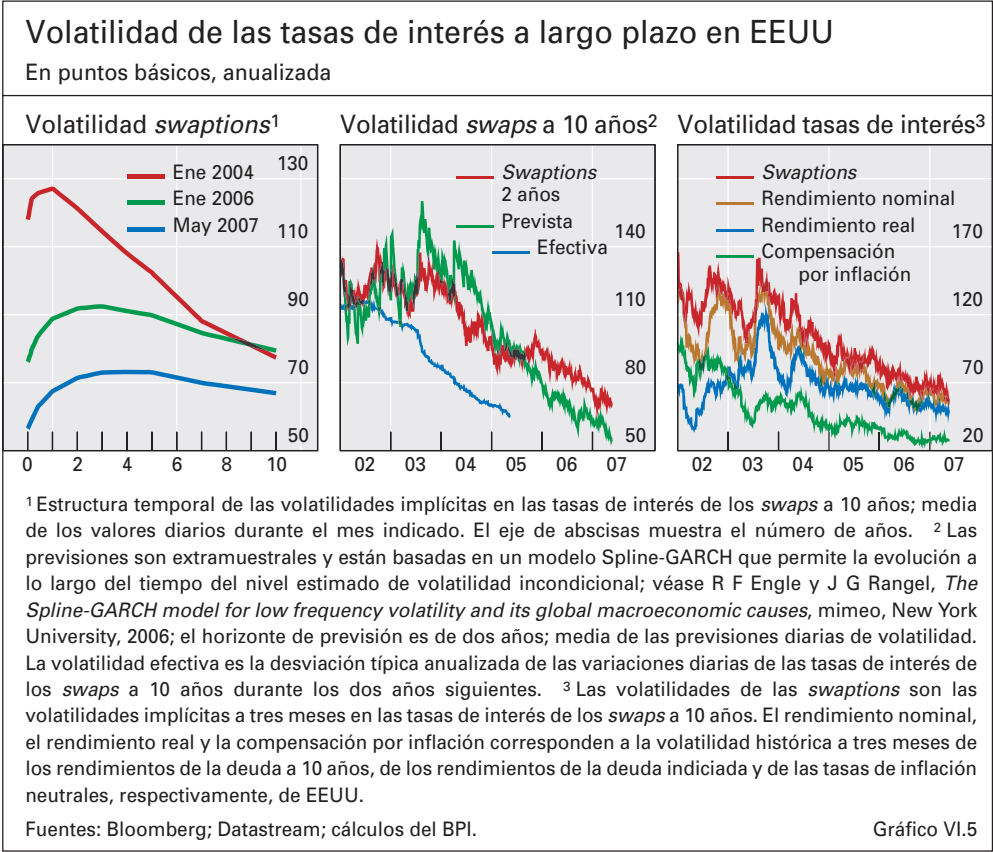
Las volatilidades implícitas en las *swaptions* cayeron de nuevo

La caída de las primas por plazo estimadas puede atribuirse en cierta medida a la sensación entre los inversionistas de un descenso de la incertidumbre asociada a la futura evolución de las tasas de interés. De hecho, las volatilidades implícitas en las *swaptions* (opciones sobre *swaps* de tasas de interés) serían indicativas de una posible reducción del grado de incertidumbre percibido sobre las tasas de interés. Por ejemplo, la estructura temporal de las volatilidades implícitas en las opciones sobre *swaps* de tasas de interés estadounidenses a 10 años siguió desplazándose hacia abajo durante 2006 y principios de 2007 (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.5), con descensos semejantes en otros *swaps* de tasas de interés. Los repentinos episodios bajistas registrados en los mercados financieros mundiales en mayo–junio de 2006 y finales de febrero–marzo de 2007 apenas afectaron a las volatilidades de las *swaptions* en general, si bien la observada en horizontes cortos para las tasas de interés a corto plazo mostró un breve repunte durante el segundo episodio.

Aun cuando los cambios en la compensación exigida por el riesgo de volatilidad —es decir, la prima por riesgo de volatilidad— pueden haber afectado también a las volatilidades de las *swaptions*, hay indicios de que su influencia habría sido más modesta. Esta prima puede aproximarse mediante la diferencia entre la volatilidad implícita y la equivalente esperada por los inversionistas. Un método para medir expectativas de volatilidad consiste en utilizar las previsiones obtenidas a partir de modelos de series temporales. Estas estimaciones indican que la caída de las volatilidades de las *swaptions*, aunque bastante acusada, obedeció básicamente a la percepción de los inversionistas de que la volatilidad futura seguiría reduciéndose. En concreto, la caída en los últimos años de la volatilidad implícita se reflejó en gran medida en menores predicciones (extramuestrales) de volatilidad generadas por un modelo que tiene en cuenta los cambios en el nivel percibido a largo plazo. Además, el descenso observado en las volatilidades implícitas en las *swaptions* coincidió con una tendencia a la baja de la volatilidad efectiva de las tasas de interés a largo plazo (véase el panel central del Gráfico VI.5).

La menor volatilidad podría estar relacionada con la percepción de una mayor estabilidad macroeconómica

Dado que el diferencial de las tasas de interés de los *swaps* sobre los rendimientos de la deuda del Tesoro estadounidense ha permanecido bastante estable en el pasado reciente, el paulatino descenso de la volatilidad de las tasas de interés de los *swaps* a partir de mediados de 2003 se ha visto reflejado en buena medida en la menor volatilidad de los rendimientos de la deuda



pública estadounidense a 10 años (véase el panel derecho del Gráfico VI.5). A su vez, existe cierta evidencia indicativa de que esta disminución podría haber reflejado la percepción de mayor estabilidad en las variables macroeconómicas fundamentales. En concreto, la compensación por inflación incluida en los rendimientos de los bonos nominales se ha tornado menos volátil, lo cual, junto con la estabilidad de las primas por riesgo de inflación, es coherente con la menor volatilidad de las expectativas de inflación a largo plazo. Esto podría deberse a una mayor credibilidad del banco central o bien a la sensación entre los inversionistas de que las perturbaciones que afecten a la economía en el futuro serán probablemente de menor magnitud que en el pasado. Una reducción general de la variabilidad de la prima por plazo estimada, atribuible básicamente a una prima por riesgo real menos volátil, también podría haber contribuido a moderar la volatilidad de las tasas de interés.

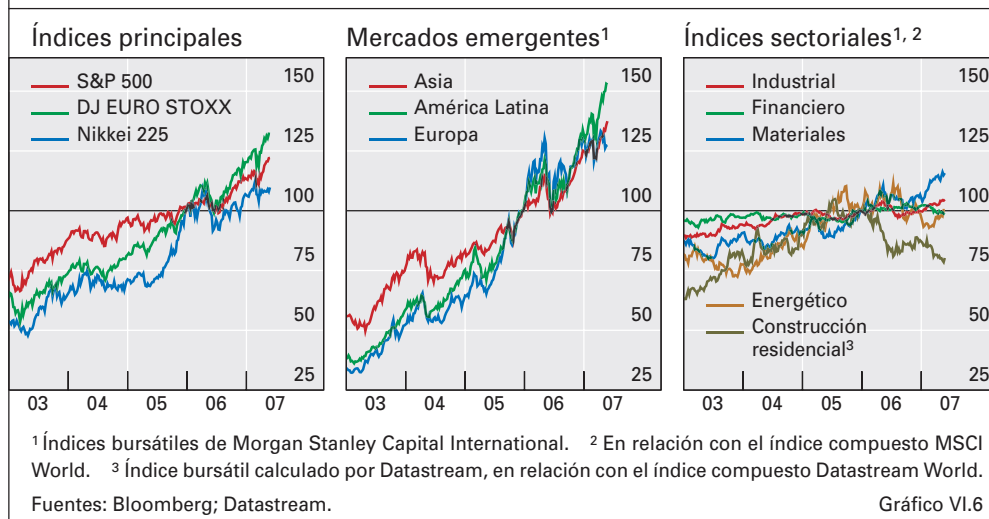
Solidez de los mercados bursátiles pese a episodios de volatilidad

El auge de los mercados bursátiles mundiales iniciado a comienzos de 2003 continuó durante la mayor parte del periodo analizado, pese a los dos marcados episodios súbitos de ventas generalizadas registrados en mayo–junio de 2006 y finales de febrero–marzo de 2007. Por tercer año consecutivo, los títulos de renta variable de las economías europeas avanzadas obtuvieron ganancias superiores a las de otros mercados desarrollados, lo que se refleja en una subida del índice del 19% entre finales de marzo de 2006 y mediados de mayo de 2007, por encima del 17% de la bolsa estadounidense y del 2% de la

Auge de las cotizaciones bursátiles...

Cotizaciones bursátiles

Datos a finales de semana, en moneda local; fin diciembre 2005 = 100



japonesa (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.6). Las acciones se anotaron avances en el conjunto de las economías emergentes, con revalorizaciones del 37%, 28% y 10% en América Latina, Asia y Europa, respectivamente (véase el panel central del Gráfico VI.6). Los periodos de incremento de la volatilidad en torno a los episodios de ventas generalizadas resultaron también breves. En consecuencia, las volatilidades de las cotizaciones bursátiles rozaron mínimos históricos a finales de 2006 y continuaban bastante por debajo de sus promedios mundiales de largo plazo en mayo de 2007 (véanse los paneles izquierdo y central del Gráfico VI.7).

La fortaleza de los beneficios estimuló los mercados

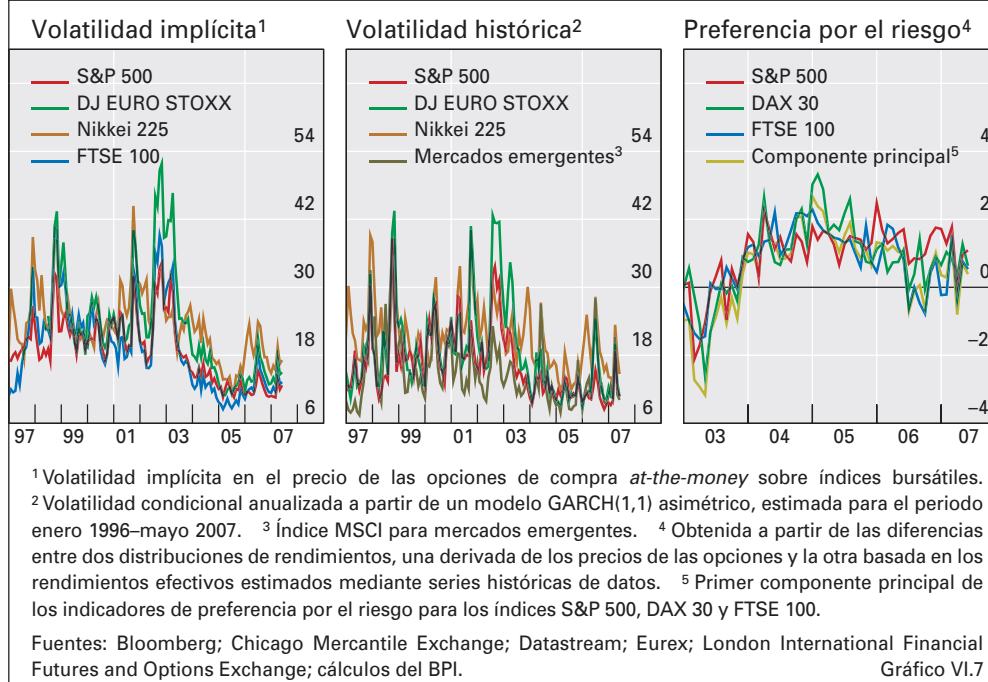
... propiciado
por la solidez de
los beneficios

La fortaleza de los beneficios de las empresas cotizadas en los mercados bursátiles de los países desarrollados propició aumentos de las cotizaciones de la renta variable en todo el mundo. Pese a desaceleración del crecimiento del PIB en Estados Unidos durante el tercer trimestre de 2006, el efecto inicial sobre los beneficios empresariales fue mínimo y sólo dieron muestra de frenarse hacia finales de año. Sin duda, el estancamiento de los precios de la vivienda sí que afectó en 2006 a la rentabilidad y a los resultados de ciertos sectores, como la construcción de inmuebles residenciales (véase el panel derecho del Gráfico VI.6). Europa registró en general un sólido crecimiento de los beneficios derivado de la intensa actividad económica en el Reino Unido, Alemania y Francia, que permitió a los mercados de renta variable contrarrestar el sostenido endurecimiento monetario del Banco de Inglaterra y del BCE. Por su parte, tras la aceleración observada a comienzos de 2006, la evolución de los beneficios empresariales en Japón se quedó rezagada.

La revalorización de las acciones en los mercados bursátiles emergentes coincidió con condiciones macroeconómicas en general favorables (véase el Capítulo III) y con una intensa preferencia por el riesgo de los inversionistas en todo el mundo. Los fuertes avances registrados en el sector de materiales (véase el panel derecho del Gráfico VI.6), que incluye minería y metales, reflejó

Volatilidad anualizada y preferencia por el riesgo en los mercados bursátiles

Medias mensuales, en porcentaje



en parte el elevado crecimiento de los mercados emergentes en vías de industrialización, como es el caso de China. Además, el contagio procedente de las tensiones políticas observadas en algunos países, como Hungría, Tailandia y Ecuador, fue muy limitado. Con todo, el precio de las acciones del sector energético se estancó a partir de mediados de 2006, en consonancia con el abaratamiento del petróleo. Una situación similar se vivió en Rusia, que es un país exportador de crudo, con caídas particularmente acusadas de las cotizaciones bursátiles a comienzos de 2007. En contraste con lo sucedido en los mercados de los países desarrollados, en las economías emergentes los beneficios empresariales crecieron a menor ritmo que las cotizaciones de las acciones, provocando notables incrementos en los múltiplos de beneficios (véase el panel central del Gráfico VI.9), una evolución acorde con la creciente preferencia por el riesgo de los activos de mercados emergentes.

Los mercados bursátiles mundiales registraron fuertes pérdidas en mayo–junio de 2006 y finales de febrero–marzo de 2007, con caídas del índice MSCI mundial desde sus cotas máximas del 13% hasta mínimos del 7%. El episodio de ventas generalizadas de mediados de 2006 pareció obedecer a un debilitamiento de la preferencia de los inversionistas por el riesgo, más que a una revisión de las variables económicas fundamentales (véase el panel derecho del Gráfico VI.7); como resultado, las cotizaciones de los mercados emergentes registraron los mayores retrocesos, con caídas del 26%. En cambio, el episodio de ventas de comienzos de 2007 coincidió con la inquietud suscitada por la debilidad macroeconómica de Estados Unidos (en especial, de su mercado de la vivienda). Aunque el mercado bursátil chino experimentó una brusca corrección al inicio de este episodio, los mercados de las economías

La preferencia por el riesgo alentó la rentabilidad de los mercados emergentes...

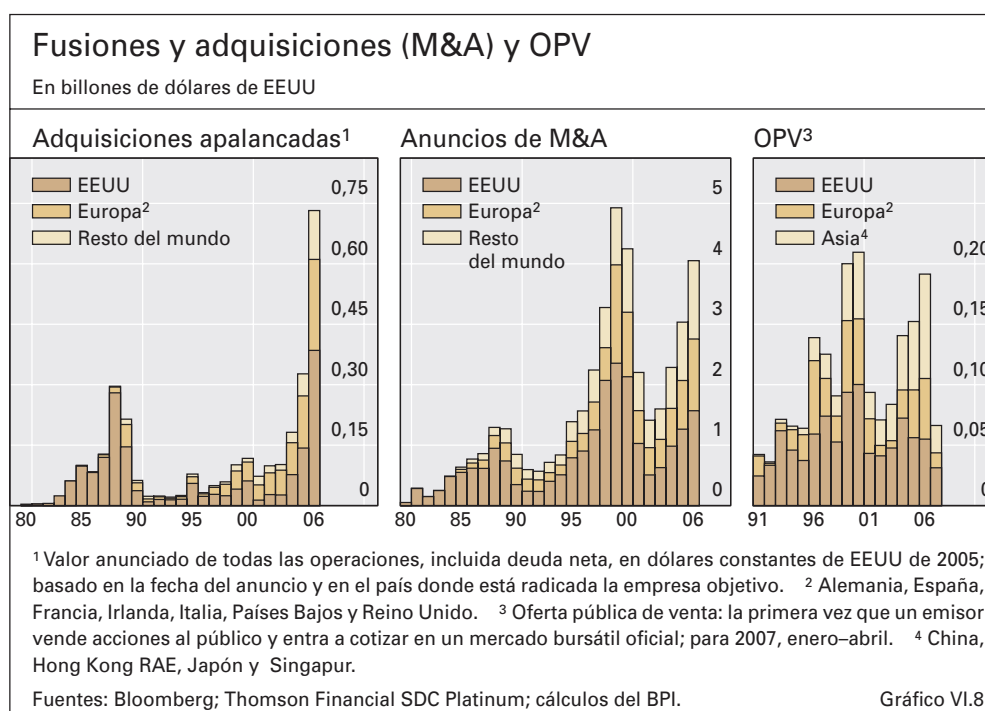
emergentes no perdieron tanto con respecto a los países desarrollados como a mediados de 2006. Además, en comparación con dicho episodio, este último también fue breve, de modo que un mes después el aumento de los indicadores de volatilidad y el descenso de la preferencia por el riesgo habían desandado sus trayectorias, retrocediendo hasta sus niveles previos (véase el Gráfico VI.7).

Las fusiones y adquisiciones estimularon el mercado

... mientras las operaciones de fusión y adquisición experimentaban un fuerte crecimiento

Los cambios actuales y previstos en la estructura de capital de las empresas también espolearon las bolsas. Las operaciones de recompra de acciones no dejaron de aumentar; en el caso de las empresas del índice S&P 500, ascendieron a más de 430.000 millones de dólares en 2006, muy por encima de los niveles récord alcanzados justo el año anterior. Asimismo, el volumen de las adquisiciones apalancadas de empresas (LBO) ascendió a 753.000 millones de dólares. El valor de las ofertas públicas de adquisición realizadas en 2006 por los fondos de capital inversión (*private equity*) fue superior (en dólares constantes) al registrado en el año del apogeo de las LBO a finales de la década de los 80. Una diferencia muy notable entre esta última oleada de compras y las anteriores es que la nacionalidad de las empresas objetivo esta vez no ha sido abrumadoramente estadounidense, sino que los objetivos europeos representaron un 31% del valor total anunciado de las operaciones, frente a menos del 10% en 1988. Las empresas domiciliadas en mercados emergentes o en otros países representaron también una proporción significativa (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.8).

La actividad en la categoría más general de fusiones y adquisiciones de empresas creció sustancialmente a partir de los elevados niveles registrados en 2005, con un volumen de operaciones anunciado de 4,1 billones de dólares en 2006, la mayor cifra (en términos reales) desde 2000. La actividad en este ámbito fue particularmente intensa en Europa, con un crecimiento del 52% en



el pasado año. Esta expansión elevó el valor del conjunto de las operaciones realizadas hasta 1,2 billones de dólares, un nivel cercano al registrado en Estados Unidos (véase el panel central del Gráfico VI.8). La inusitada actividad en el mercado por el control de las empresas fue seguramente determinante para la fortaleza del mercado bursátil europeo. En diciembre de 2006, alentado en buena medida por noticias sobre posibles ofertas públicas de adquisición, el principal índice bursátil europeo registró avances durante 10 días seguidos, el periodo más prolongado desde 1997.

Particular solidez del mercado de control corporativo en Europa

El pasado año registró el mayor lanzamiento de ofertas públicas de salida a bolsa desde 2000. Un importante número de estas operaciones tuvieron lugar en Asia, por un valor total récord de 86.400 millones de dólares, un 53% superior al del año anterior (véase el panel derecho del Gráfico VI.8), con volúmenes extraordinariamente elevados en las bolsas de Hong Kong y Shanghai. La cuantía de estas operaciones aumentó un 27% en Europa y se estancó en Estados Unidos, de modo que el valor de las salidas a bolsa estadounidenses en proporción a las realizadas en el conjunto de los principales mercados descendió por debajo del 30%.

Valoraciones

En un entorno de sólidos beneficios empresariales, la firmeza de las cotizaciones bursátiles no propició aumentos de las valoraciones en los mercados de los países desarrollados, al menos a tenor de los indicadores más populares. De hecho, las revisiones de los beneficios previstos tuvieron lugar, por lo general, a un ritmo superior al de las subidas de los precios de las acciones. La cotización del índice S&P 500 permaneció en 2006 en torno a 15 veces los beneficios esperados a 1 año vista, un múltiplo ligeramente superior al del índice MSCI de la zona del euro. Ambos múltiplos se situaron, de hecho, levemente por debajo de 16, su promedio de largo plazo del periodo 1988–2005. En Japón, pese al notable aumento de las relaciones precio/beneficio (PER) en el segundo semestre de 2005 y comienzos de 2006, estos múltiplos permanecieron sustancialmente por debajo de los niveles de décadas anteriores (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.9).

Caídas de los PER en Estados Unidos y en la zona del euro...

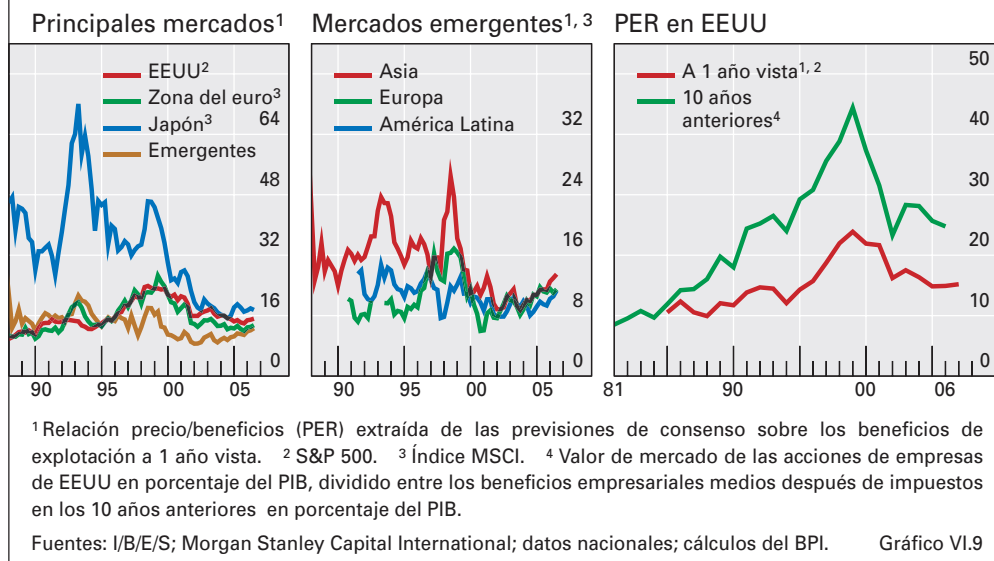
En cambio, las valoraciones en los mercados emergentes mantuvieron la intensa dinámica alcista observada desde 2005 (véase el panel central del Gráfico VI.9). Los aumentos más acusados se registraron en Asia, aunque las valoraciones en los países europeos emergentes han crecido con mayor rapidez en los últimos cinco años. Pese a los recientes avances, las valoraciones se situaron aún muy por debajo de las existentes a finales de la década de los 90 (antes del desplome bursátil) en todas y cada una de las principales áreas económicas emergentes.

... y aumentos en los mercados emergentes

Bien es cierto que las valoraciones en los países desarrollados parecen más exiguas cuando se basan en medidas históricas de beneficios en lugar de en previsiones a corto plazo. Según se analiza más adelante, la participación de los beneficios de Estados Unidos en el PIB rondó en 2006 sus máximos históricos (véase el Gráfico VI.15). El cociente entre los precios de las acciones estadounidenses en términos reales y una media móvil de 10 años de los beneficios empresariales, también en términos reales, suaviza las variaciones

Valoraciones en los mercados bursátiles

Medias trimestrales



cíclicas y ha sido históricamente un excelente anticipador (inverso) de los rendimientos futuros. A finales de 2006, este PER se encontraba muy por encima de su promedio histórico, concretamente en torno a 25, frente a una media ligeramente inferior a 20 desde comienzos de la década de los 80 (véase el panel derecho del Gráfico VI.9).

Diferenciales de rendimiento próximos a mínimos históricos

Los diferenciales de rendimiento se contrajeron durante el periodo analizado en todas las categorías de deuda, especialmente en las de mayor riesgo. La trayectoria alcista de los mercados de deuda se vio interrumpida dos veces por episodios relativamente breves de turbulencia en los mercados. El recorrido al alza pareció sustentarse prioritariamente en la solidez de los fundamentos empresariales, así como en la fuerte demanda de productos de crédito estructurado y la mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo.

La deuda de alta rentabilidad destacó sobre el resto

El auge en los precios de las categorías de deuda de mayor riesgo conllevó un descenso de los diferenciales hasta nuevos mínimos en algunos mercados (véase el Gráfico VI.10). A finales de mayo de 2007, un índice de diferenciales de deuda corporativa estadounidense de alta rentabilidad apenas superaba los 250 puntos básicos, tras haber caído por debajo del mínimo previo al episodio de ventas generalizadas que presidió los mercados de deuda en el segundo trimestre de 2005, situándose muy cerca de su mínimo de 235 puntos básicos registrado en octubre de 1997. Asimismo, los diferenciales de la deuda europea de alta rentabilidad cayeron por debajo de 190 puntos básicos, un nivel más de 40 puntos básicos inferior a su anterior mínimo de marzo de 2005. Los diferenciales de la deuda corporativa con grado de inversión, tanto estadounidense como europea, permanecieron dentro de un intervalo

La tendencia a estrecharse de los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad...

relativamente estrecho, y a finales de mayo de 2007 superaban en sólo unos puntos básicos su valor de marzo de 2006.

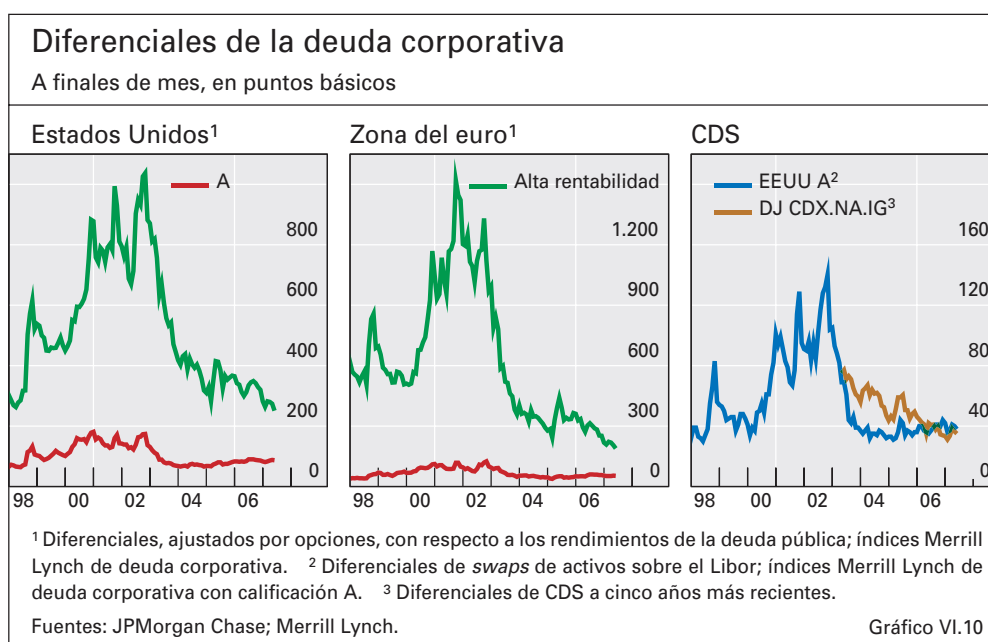
El primer reajuste transitorio de los precios del riesgo de crédito tuvo lugar a partir de mediados de mayo de 2006. Partiendo de los 288 puntos básicos registrados el día 12 de ese mes, los diferenciales de la deuda corporativa estadounidense de alta rentabilidad aumentaron 47 puntos básicos a finales de junio. El índice de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) para deuda de alta rentabilidad se habría ampliado mucho más en junio y julio de no haber sido por el sector automovilístico, ya que los diferenciales de los CDS de General Motors y Ford se estrecharon más de 300 puntos básicos entre finales de junio y finales de agosto. Los diferenciales de los activos de mayor riesgo permanecieron en niveles elevados a lo largo de agosto, pero retomaron su trayectoria descendente a finales de septiembre. En mayo y junio, los flujos de capital desde la deuda de alta rentabilidad hacia activos más seguros aportaron estabilidad a los diferenciales de los prestatarios de mayor calificación crediticia. Por ejemplo, tanto en Estados Unidos como en Europa, los diferenciales de la deuda corporativa con calificación A se ampliaron menos de 10 puntos básicos durante ese episodio.

Un segundo episodio de turbulencia en los mercados de deuda aconteció a finales de febrero y en marzo de 2007, aunque su impacto total fue menor. El 27 de febrero, en un entorno de ventas generalizadas en las bolsas de todo el mundo, los diferenciales de la deuda estadounidense de alta rentabilidad se ampliaron más de 20 puntos básicos, prosiguiendo su escalada otros cuatro días más. Aunque los mercados bursátiles se recuperaron en tres semanas del grueso de sus pérdidas, el restablecimiento de los mercados de deuda resultó algo más lento. Así, los diferenciales de la deuda estadounidense de alta rentabilidad no lograron acercarse a su nivel mínimo de últimos de febrero hasta la segunda quincena de mayo.

La creciente preocupación por el mercado hipotecario estadounidense de baja calidad crediticia sembró inquietud. Las tasas de morosidad de este tipo de

... continuó tras las turbulencias de los mercados en mayo-junio de 2006...

... y a finales de febrero-marzo de 2007

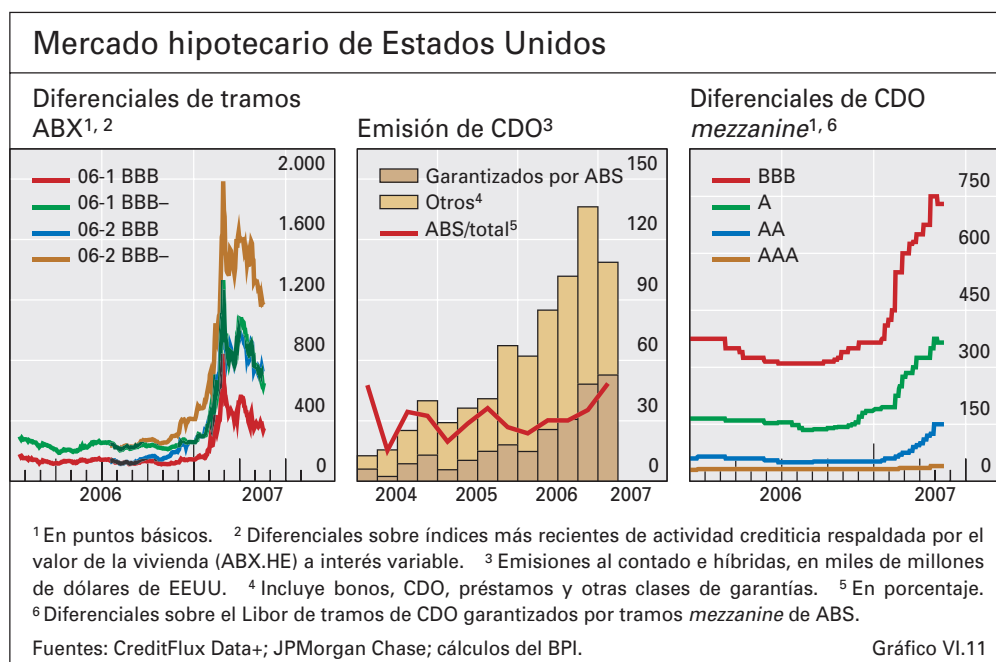


Inquietud creciente sobre el mercado hipotecario estadounidense...

préstamos, que habían rondado el 10% durante gran parte de 2004 y 2005, ascendieron al 13% a finales de 2006, con el grueso del incremento básicamente concentrado en el cuarto trimestre (véase el Capítulo VII). Esto condujo a la quiebra a una serie de entidades financieras especializadas en el segmento hipotecario de baja calidad crediticia (*subprime*), así como a una notable ampliación a partir de noviembre de 2006 de los diferenciales de los tramos sin grado de inversión de los préstamos garantizados por el valor neto de la vivienda (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.11). Tras el comunicado de HSBC el 8 de febrero de 2007 anunciando la dotación de mayores provisiones para cubrir insolvencias en su cartera de préstamos de baja calidad crediticia y la revisión a la baja por parte de New Century Financial del volumen de préstamos previsto para 2007, los diferenciales en este segmento del mercado se ampliaron nada menos que 200 puntos básicos en apenas dos días.

... y sus efectos sobre los mercados de CDO

Aún está por ver si los problemas del mercado hipotecario estadounidense de baja calidad afectarán a otros mercados y de qué manera. Hasta cierto punto, los riesgos son limitados, dado el volumen relativamente bajo del mercado de baja calidad crediticia. El crédito a esta categoría de prestatarios en Estados Unidos representó únicamente el 21% del crédito hipotecario total concedido durante 2006 y el 14% del crédito hipotecario total pendiente a finales de ese año. Aun así, ha venido creciendo entre los inversionistas la preocupación por los efectos que un deterioro sostenido de ese mercado podría tener sobre las valoraciones de los bonos de titulización de deuda (CDO) garantizados por valores procedentes de operaciones de titulización de activos (ABS). Resulta difícil determinar dónde se concentran exactamente en el mercado de CDO los riesgos procedentes de las hipotecas de baja calidad crediticia y las de tipo *Alt-A* (que tampoco poseen estatus de primera clase). Las estimaciones basadas en distintas operaciones de CDO indican que los ABS representan aproximadamente un tercio de las garantías totales que



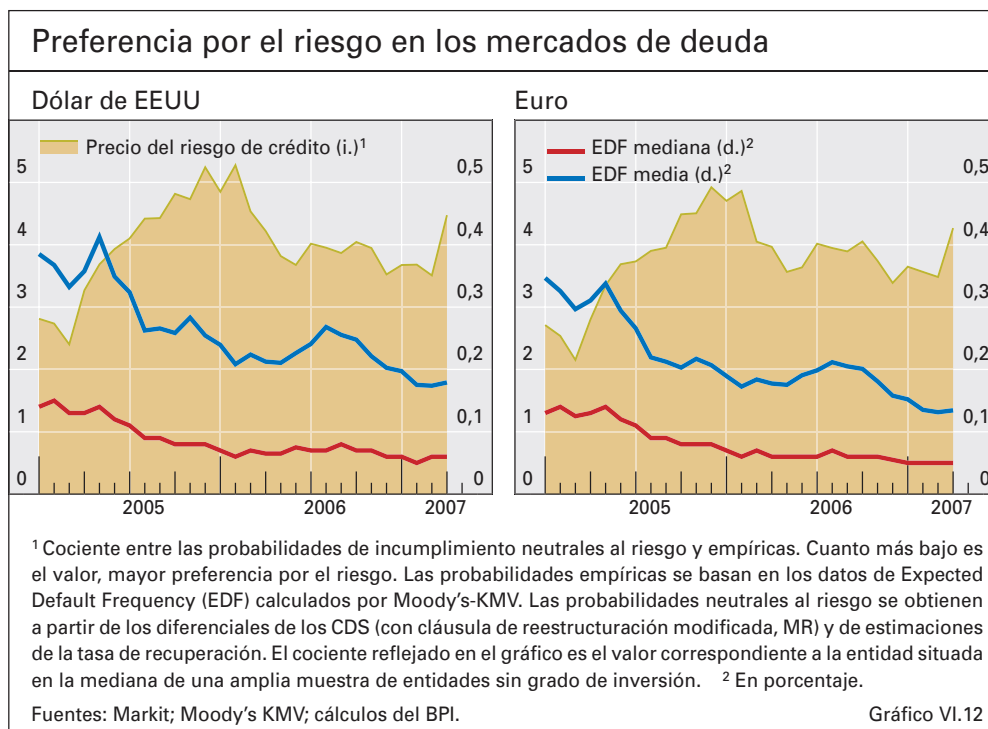
respaldan los CDO al contado (véase el panel central del Gráfico VI.11). Las estimaciones del sector sugieren que un porcentaje sustancial está garantizado mediante hipotecas de baja calidad y de tipo *Alt-A*. Los diferenciales de los tramos de CDO garantizados mediante tramos *mezzanine* de ABS comenzaron a ampliarse a finales de enero de 2007, como reflejo de la mayor probabilidad asignada por los inversionistas a un deterioro significativo del fondo común de garantías subyacente (véase el panel derecho del Gráfico VI.11).

Mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo

Aunque la solidez general de los balances empresariales (véase más adelante) estimuló las valoraciones en los mercados de deuda, también hay indicios de que los cambios en la preferencia de los inversionistas por el riesgo contribuyeron al estrechamiento de los diferenciales de los activos que entrañan más riesgo. Puede obtenerse una sencilla estimación del precio de una «unidad» de riesgo en un segmento del mercado de deuda dividiendo las probabilidades de incumplimiento derivadas de los diferenciales de rendimiento entre aquellas obtenidas con la información de los balances —en este caso, las frecuencias de incumplimiento estimadas (EDF) de Moody's KMV—. Cuanto mayor sea este cociente, mayor será la compensación exigida por los acreedores por asumir un determinado nivel de riesgo de incumplimiento. Es cierto que las EDF podrían incluir un cierto componente de «sentimiento del mercado» al reflejar en parte las cotizaciones bursátiles y las volatilidades. Aun así, no dejan de ser una aproximación razonable a la percepción que tienen los participantes en los mercados sobre el riesgo de incumplimiento basada en la información fundamental reflejada en los balances.

Los cambios en la preferencia de los inversionistas por el riesgo...

En líneas generales, estos indicadores sugieren que la preferencia de los inversionistas por el riesgo aumentó durante buena parte de 2006. Es evidente



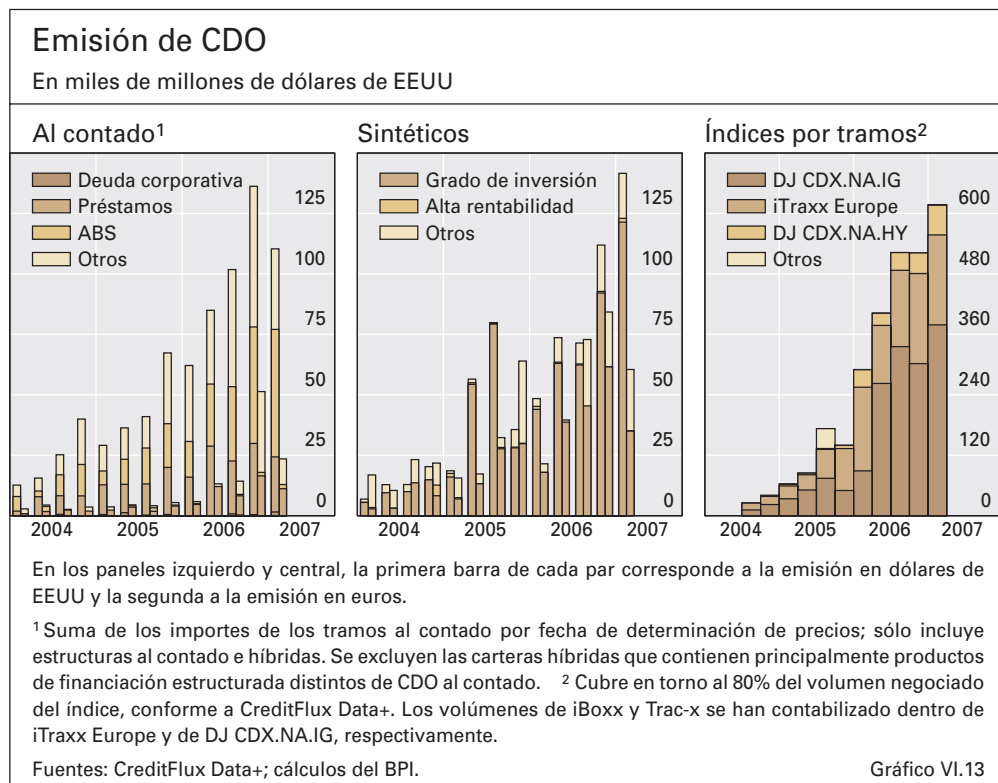
... contribuyeron a reducir los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad

que la solidez de los balances empresariales contribuyó al reducido nivel tanto de las EDF como de las primas de los CDS durante el periodo analizado. Sin embargo, las primas de los CDS han disminuido relativamente más, lo que sugiere que, más allá de cambios en los fundamentos empresariales, los cambios en la preferencia de los inversionistas por el riesgo fueron un factor determinante en la evolución de los diferenciales de rendimiento de la deuda de alta rentabilidad (véase el Gráfico VI.12). El precio estimado del riesgo de crédito, que tocó techo a finales de 2005, se redujo durante buena parte de 2006 y a comienzos de 2007, exceptuando la breve interrupción del episodio bajista de mayo-junio de 2006. Los datos disponibles más recientes indican que el aumento de los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad a finales de febrero y en marzo de 2007 obedeció básicamente a incrementos del precio del riesgo.

Emisión récord de productos de crédito estructurado

Las emisiones récord de CDO...

La tendencia descendente de los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad coincidió con un periodo de abundante emisión de productos de crédito estructurado, lo que llevó a ciertos analistas a plantear la posibilidad de que el crecimiento del mercado de CDO a partir de 2004 hubiese contribuido a la compresión de los diferenciales. La emisión mundial en 2006 de CDO al contado denominados en dólares estadounidenses y en euros, por importe de 470.000 millones de dólares, ha sido la más elevada hasta la fecha, con una notable aceleración en el cuarto trimestre (véase el Gráfico VI.13). De forma similar, la emisión de CDO sintéticos (o CDO de CDS), por valor de 524.000 millones de dólares, también fue mucho mayor en 2006, al igual que la negociación de índices de CDS por tramos (más de 1,73 billones de dólares).



Existen al menos dos canales por los que la emisión de productos estructurados podría comprimir los diferenciales de rendimiento. En términos generales, la emisión de CDO al contado amplía la base inversionista —y por ende la demanda— de títulos de deuda corporativa. Los inversionistas interesados en títulos de alta calificación pueden exponerse indirectamente a la deuda corporativa sin grado de inversión mediante la compra de tramos preferentes de CDO. Además, los emisores de CDO sintéticos y de otros productos de crédito estructurado perciben ingresos por la venta de protección frente al impago en el mercado de CDS, lo que puede elevar la liquidez tanto en los mercados de derivados como en los de contado. De hecho, la oferta de protección a través de la emisión de productos estructurados podría ser superior incluso a lo que sugieren los valores nominales de los CDO. Por ejemplo, la cobertura de los CDO de tramo único, donde únicamente se vende a los inversionistas un determinado intervalo de la distribución de incumplimiento, exige que los oferentes (*arrangers*) vendan protección por un múltiplo del valor nominal, con el fin de compensar la elevada sensibilidad al precio de estos tramos. Los múltiplos de productos más complejos, como el aseguramiento de carteras de proporción constante (CPPI) y los bonos de titulación de deuda de proporción constante (CPDO), pueden ser incluso superiores.

Aunque la emisión de productos estructurados puede, en principio, comprimir los diferenciales a través de cualquiera de ambos canales, la evidencia disponible sugiere que esta emisión podría no haber sido un factor decisivo en 2006, al menos en los mercados de alta rentabilidad. Menos del 1% de la emisión total de CDO al contado utilizó deuda como garantía subyacente y una gran proporción de ésta contaba con calificación de grado de inversión. Igualmente, la emisión de CDO sintéticos, de índices por tramos y de CPDO estuvo básicamente vinculada a entidades con grado de inversión. Aunque se observa concomitancia entre la emisión total de CDO y las menores primas de los CDS de alta rentabilidad, un sencillo análisis de regresión sugiere que esta relación es débil y sólo marginalmente significativa desde un punto de vista estadístico con datos de periodicidad mensual.

Con todo, parece existir cierta evidencia de que el crecimiento de la emisión de CDO sintéticos puede haber contribuido al desacople entre los diferenciales de la deuda con grado de inversión y sus correspondientes primas de CDS (véase el panel derecho del Gráfico VI.10). En el periodo comprendido entre el fin del episodio bajista de los mercados de deuda en marzo de 2005 y finales de febrero de 2007, los diferenciales de los CDS con grado de inversión denominados en dólares estadounidenses y en euros se comprimieron de forma sostenida, en un periodo caracterizado por emisiones particularmente elevadas de productos estructurados. En contraste, los diferenciales de los *swaps* de activos con grado de inversión apenas variaron por lo general.

¿Una inflexión del ciclo crediticio?

Con diferenciales próximos a sus mínimos históricos, los mercados de deuda estaban potencialmente expuestos a un reajuste de los precios. Los episodios de turbulencia en los mercados durante el periodo analizado podrían haber

... apenas se dejaron sentir en los mercados de deuda de alta rentabilidad...

... pero tuvieron efectos palpables en los segmentos de grado de inversión

reflejado el nerviosismo latente entre los inversionistas por el hecho de que, cuando la situación económica es buena, es más probable que el escenario empeore a que mejore aún más.

A corto plazo, sin embargo, no se ha observado excesiva preocupación en los mercados por un eventual deterioro repentino y generalizado de la calidad crediticia. Las tasas de incumplimiento de la deuda corporativa con grado de especulación descendieron por debajo del 2% en 2005, permaneciendo desde entonces en torno a ese nivel y siempre por debajo de las previsiones de las agencias de calificación (véase el Gráfico VI.14). Con todo, el hecho de que los diferenciales de los instrumentos a corto y medio plazo se hayan contraído más que los de la deuda con vencimientos largos sugiere que los participantes en los mercados esperan, por lo general, un aumento de las tasas de incumplimiento.

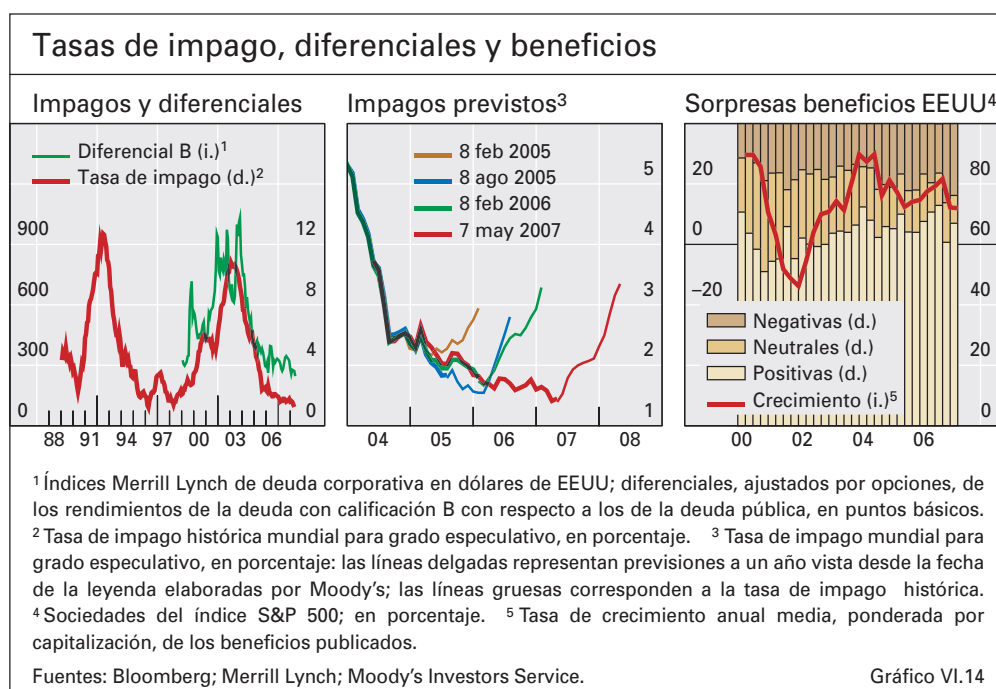
Una desaceleración de la rentabilidad empresarial podría ser uno de los factores que motivara la reevaluación del riesgo de crédito. Aunque en conjunto la rentabilidad del sector empresarial de Estados Unidos durante 2006 fue la más elevada hasta la fecha (véase más arriba), el crecimiento de los beneficios se desaceleró notablemente a finales de ese año y comienzos de 2007. Aunque el número de sorpresas positivas en los anuncios de resultados volvió a superar en el cuarto trimestre al de sorpresas negativas, la diferencia fue muy inferior a la de trimestres anteriores. Las sorpresas positivas repuntaron ligeramente en el primer trimestre de 2007, aunque más como reflejo de una moderación de las expectativas que de un mayor ritmo de crecimiento de los beneficios.

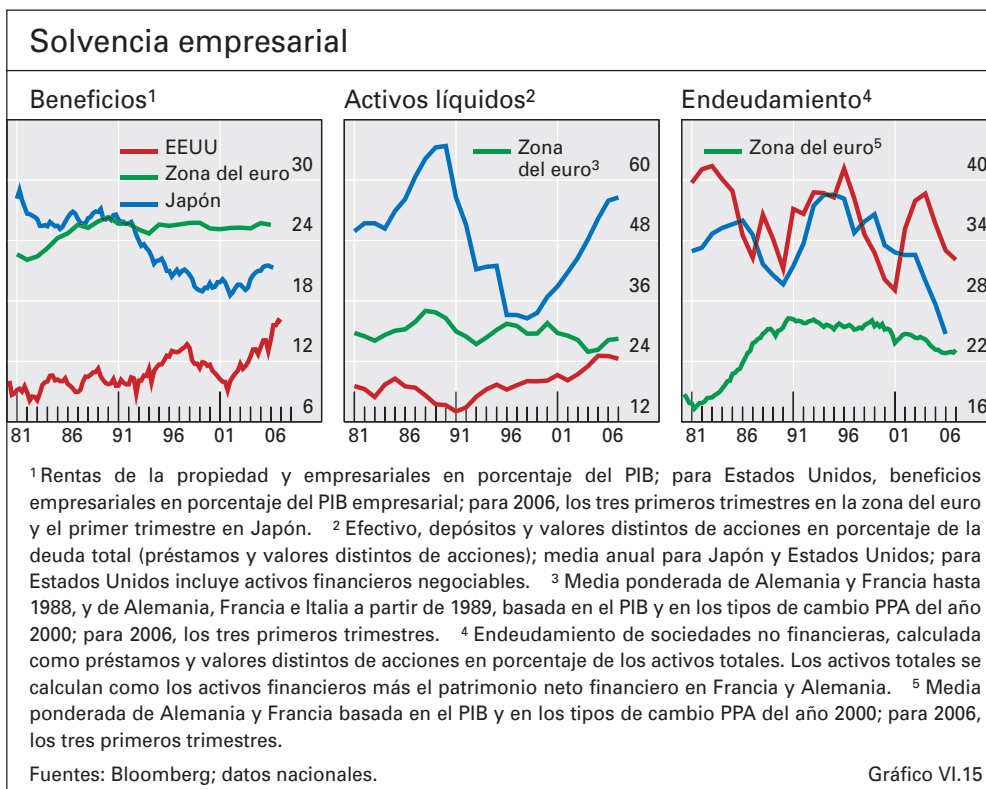
Los saneados balances empresariales podrían mitigar durante algún tiempo los efectos de la desaceleración de los beneficios corporativos sobre la tasa de incumplimiento agregada. De hecho, los indicadores generales de solvencia de las empresas apenas ofrecen motivos de preocupación (véase

Escasa preocupación por una inminente inflexión del ciclo crediticio

Una desaceleración de la rentabilidad empresarial, posible desencadenante

Los saneados balances empresariales podrían atenuar los efectos





el Gráfico VI.15). Los niveles agregados de apalancamiento empresarial en Estados Unidos y Japón continuaron situándose muy por debajo de los observados en el cenit de la expansión de las empresas «punto.com», mientras han estado cayendo en la zona del euro. Del mismo modo, el cociente entre los activos líquidos y la deuda total permaneció en Estados Unidos justo por debajo de su máximo reciente, y mantuvo su tendencia ascendente en Japón y en la zona del euro. Por último, los beneficios empresariales en porcentaje del PIB alcanzaron cotas elevadas en 2006. Al menos en Estados Unidos, la situación actual parece muy distinta de aquella previa a la inflexión de los ciclos crediticios de finales de los 80 y de los 90, cuando los beneficios empresariales eran más reducidos y el apalancamiento algo más elevado que en la actualidad.

A primera vista, la tendencia a la baja del apalancamiento empresarial parece estar reñida con la magnitud creciente de la actividad de fusiones y adquisiciones y de otras operaciones favorables a los accionistas, reseñadas con anterioridad (véase el Gráfico VI.8). Sin embargo, en términos de contabilidad nacional, la cuantía de este tipo de operaciones no es especialmente elevada comparada con el tamaño del sector empresarial. Incluso en Estados Unidos, el importe total de las operaciones de LBO rondó en 2006 el 3% de la capitalización bursátil total, con una presencia relativamente generalizada en todos los sectores.

Aun así, las operaciones de LBO pueden incrementar con mucho el endeudamiento de determinadas empresas, avivando los riesgos de insolvencia de grandes compañías y de tensión sectorial. La mayoría de las recientes operaciones de fusión y adquisición se han pagado en efectivo, frecuentemente a través de los mercados de deuda. Las operaciones

Mayor riesgo en algunas empresas, debido a fusiones y adquisiciones y a operaciones de LBO

financiadas con participaciones en el capital representaron únicamente el 12% del importe total de las operaciones anunciadas en 2006, por debajo del 19% de 2004 y el 26% de 2002. Las adquisiciones financiadas en efectivo tienden a generar mayor endeudamiento que las financiadas con acciones. Las cifras procedentes de una importante agencia de calificación indican que la relación promedio entre la deuda y los flujos de caja de las empresas adquiridas por sociedades de capital inversión alcanzó un valor récord de 5,4 en 2006 (véase también el Capítulo VII). Los tenedores de deuda de las empresas objetivo han sufrido cuantiosas pérdidas como consecuencia de los cambios inesperados en la estructura de capital de estas empresas; hay cálculos que indican que las cinco mayores operaciones de LBO acometidas en 2006 sobre empresas cotizadas generaron a aquellos que detentan bonos de las empresas objetivo pérdidas por un valor aproximado, a precios de mercado, de 2.000 millones de dólares.

El ciclo crediticio alcanzará su punto de inflexión antes o después y las tasas de incumplimiento comenzarán a aumentar. Las estrategias que obtienen sustanciales beneficios cuando los diferenciales son reducidos podrían tornarse repentinamente más arriesgadas de lo previsto. En concreto, no está claro que la amplitud actual de los diferenciales sea suficiente para compensar un retorno de las tasas de incumplimiento a niveles incluso sólo ligeramente más altos. Los cálculos realizados por un banco de inversión sugieren que el reducido nivel actual de los diferenciales de rendimiento en el mercado de deuda de alta rentabilidad en dólares estadounidenses no habría compensado a los inversionistas por las suspensiones de pagos efectivas desde mediados de los años 70 en cualquier cohorte de bonos de empresa a cinco años.

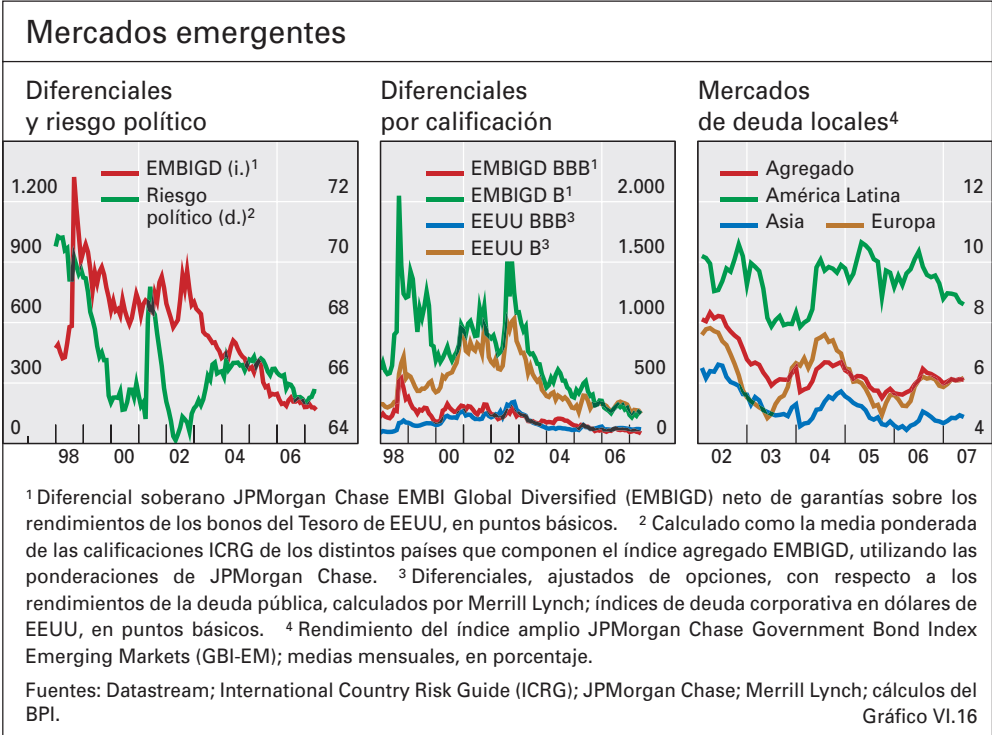
Fuerte demanda de activos de mercados emergentes

El auge de los mercados emergentes...

Los precios de los activos de mercados emergentes siguieron una evolución similar a la de los mercados maduros. Los mercados emergentes de renta variable, en concreto, mantuvieron su excepcional dinámica alcista de años anteriores (véase más atrás). Los diferenciales de la deuda externa soberana de mercados emergentes siguieron comprimiéndose, aunque a menor ritmo que en 2005, lo que permitió al índice *EMBI Global* marcar nuevos mínimos (véase el Gráfico VI.16). Estos diferenciales cayeron por debajo de los de la deuda corporativa estadounidense con idéntica calificación. Al igual que en los mercados de deuda de los países desarrollados, los diferenciales únicamente registraron un aumento transitorio durante los dos episodios de ventas generalizadas acaecidos en el periodo analizado. Los rendimientos de la deuda denominada en moneda local exhibieron un acusado repunte en el primer semestre de 2006, para retroceder posteriormente.

... se cimentó en la solidez de las variables fundamentales...

La vibrante trayectoria de los activos de mercados emergentes volvió a recibir el impulso de un año de sólida actividad económica. Las economías de mercado emergentes volvieron a experimentar un rápido crecimiento, con mejoras de las situaciones fiscales y de la balanza de pagos en numerosos países, lo que contribuyó a limitar la emisión de deuda externa (véase el Capítulo III). Además, algunos países prosiguieron su política de sustituir



deuda denominada en moneda extranjera por bonos en moneda local. La emisión neta de deuda pública internacional por países emergentes, por importe de 6.000 millones de dólares, fue superior a la del año precedente (5.000 millones de dólares), pero se situó muy por debajo de los niveles registrados a finales de la década de los 90 (cuando rondaron los 50.000 millones de dólares anuales). Los prestatarios no gubernamentales aprovecharon las favorables condiciones de financiación de 2006 para lanzar nuevas emisiones por valor de 130.000 millones de dólares, correspondiendo casi cuatro quintas partes de esta cifra a instituciones financieras. La emisión de acciones alcanzó también nuevos máximos, con ofertas públicas iniciales de venta de sociedades financieras por importes muy elevados, principalmente en China y Rusia.

Aunque algunos acontecimientos políticos y económicos aislados elevaron la volatilidad, sus efectos fueron en general efímeros. Por ejemplo, los diferenciales de la deuda externa de Ecuador se dispararon desde menos de 500 puntos básicos en el verano de 2006 hasta más de 1.000 en enero de 2007, ante la inquietud suscitada por una posible reestructuración de deuda similar a la de Argentina, aunque posteriormente desandaron buena parte de la escalada. Un golpe militar en Tailandia y disturbios en Hungría provocaron un aumento generalizado de los diferenciales en septiembre de 2006, que luego se revirtió en tan sólo unos días. En diciembre de 2006, la introducción de controles de capital en Tailandia con el fin de contener la apreciación del baht originó ese mismo día una caída del 15% en la bolsa de Bangkok, así como una depreciación del baht del 4% en días posteriores, sin apenas efectos sobre otras economías. No obstante, la bolsa se recuperó en gran medida de sus pérdidas meses más tarde, tras la decisión de las autoridades de eximir de los controles a un buen número de transacciones. Un amplio programa de

... y apenas se vio afectado por acontecimientos políticos

nacionalización adoptado por el Gobierno de Venezuela a comienzos de 2007 elevó los diferenciales de la deuda y hundió las cotizaciones bursátiles, pero apenas tuvo efectos en otros mercados. En esta línea, la crisis política acaecida por las mismas fechas en Turquía casi no afectó al conjunto de los mercados emergentes. Pese a estos acontecimientos, según un indicador muy utilizado el riesgo político medio en 22 economías emergentes disminuyó notablemente en el primer semestre de 2006, para estabilizarse más tarde conforme los menores riesgos en algunos países compensaban el aumento de riesgos en otros (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.16).

¿Se van tornando convencionales los activos de mercados emergentes?

Los inversionistas de alta calificación...

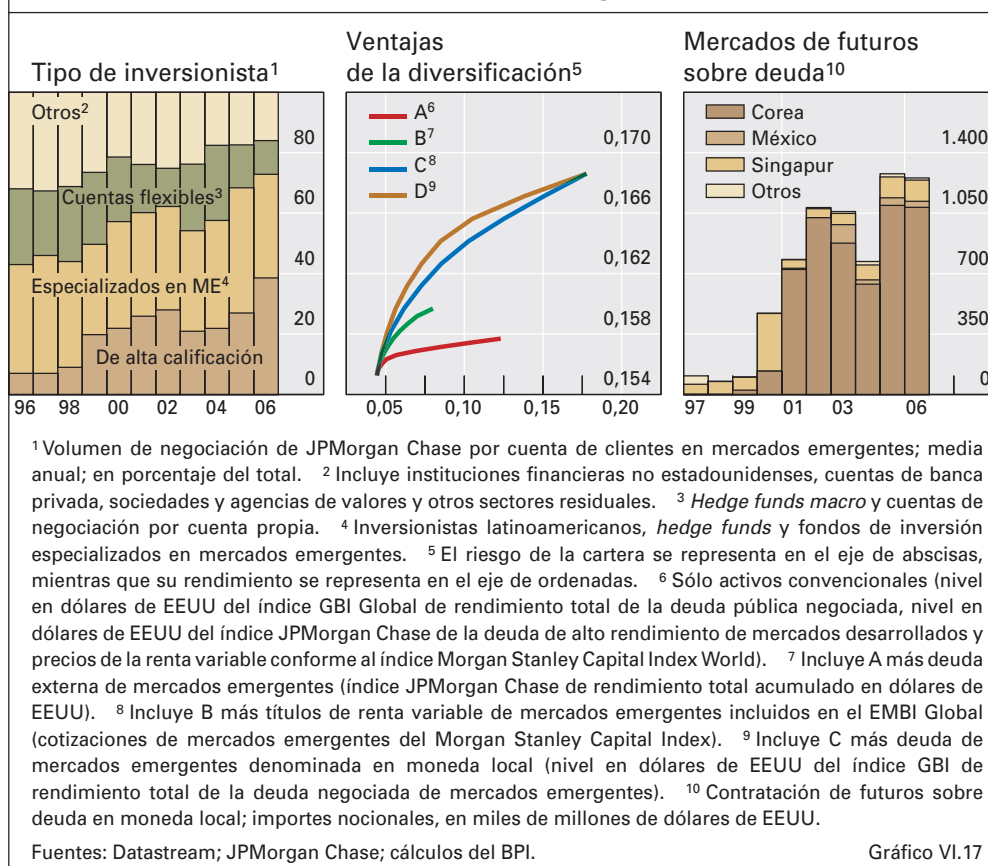
La inversión en activos de mercados emergentes solía circunscribirse a los inversionistas especializados, pero esto ha cambiado. Según un conjunto limitado de datos, la participación de los inversionistas de «alta calificación», es decir, aquéllos cuyo principal mandato es invertir en activos de calificación elevada, aumentó hasta casi el 40% de la contratación por cuenta de terceros realizada en 2006, cuando 10 años antes era del 7% (véase el panel izquierdo del Gráfico VI.17). Los inversionistas especializados en mercados emergentes, como ciertos fondos de inversión o *hedge funds*, mantienen su relevancia, aunque parecen haber cambiado de estrategia, sustituyendo deuda externa soberana por activos denominados en moneda local.

... se han visto atraídos por las ventajas de la diversificación

Las altas rentabilidades obtenidas y las ventajas de la diversificación de carteras han propiciado que los inversionistas no especializados canalicen fondos hacia activos de mercados emergentes. De la estimación de un modelo convencional de cartera con datos para el periodo comprendido entre enero de 2002 y marzo de 2006 (un periodo indudablemente caracterizado por su alta rentabilidad) se desprende que la inversión en deuda soberana de mercados emergentes denominada en dólares estadounidenses habría mejorado ostensiblemente el perfil de rentabilidad-riesgo de una cartera frente a un índice de referencia que no contuviese inversiones en mercados emergentes (véase el panel central del Gráfico VI.17). Un análisis *ex post* demuestra que si se hubiera incluido en la cartera renta variable y deuda denominada en moneda local de mercados emergentes se habría desplazado aún más hacia arriba la «frontera de eficiencia» de la cartera en términos de relación rentabilidad-riesgo.

Aunque en principio las posiciones en mercados emergentes podrían aumentar el riesgo de sufrir fuertes pérdidas en periodos de inestabilidad, no ocurrió así en los dos episodios bajistas relativamente benignos acaecidos durante el periodo analizado. Por ejemplo, una cartera con una elevada proporción de activos de mercados emergentes habría obtenido peores resultados que una cartera similar con activos de economías desarrolladas únicamente durante el episodio de ventas generalizadas de mayo-junio de 2006, sobre todo si hubiera incluido bonos en moneda local. Pero esa diferencia de resultados habría desaparecido a las pocas semanas tras la recuperación de los mercados. En febrero de 2007, una mayor proporción de inversiones en mercados emergentes habría tenido incluso un efecto estabilizador sobre el valor de la cartera.

Inversión en activos de mercados emergentes



Aunque es patente la mayor popularidad de los activos de mercados emergentes entre los inversionistas institucionales, sería prematuro considerarlos como una categoría de activos verdaderamente «convencionales». Un obstáculo a la mayor participación de los inversionistas extranjeros es la existencia de controles de capital en numerosas economías de mercado emergentes. Estas restricciones podrían explicar las tasas de participación mucho más reducidas de los inversionistas extranjeros en los mercados asiáticos de deuda denominada en moneda local, frente a los de Europa central y oriental o de América Latina, donde los controles de capital son menos frecuentes. Con todo, los inversionistas extranjeros pueden, en cierta medida, tomar posiciones indirectas incluso en mercados restringidos mediante contratos a plazo con liquidación por compensación (véase el Capítulo III), que se negocian extraterritorialmente y se liquidan en moneda extranjera. De esta forma, replican los pagos de los instrumentos locales sin necesidad de realizar ninguna transacción en la divisa del mercado objetivo.

Un segundo obstáculo a la mayor inversión extranjera, especialmente en los mercados de deuda en moneda local, reside en la limitada gama de instrumentos de cobertura para los riesgos de tipo de cambio y de tasa de interés. Aunque suele ser factible cubrir las fluctuaciones cambiarias durante unos pocos meses, resulta mucho más difícil protegerse frente a las fluctuaciones de los tipos de cambio a lo largo de periodos de tiempo más dilatados. El problema incluso se agudiza en el caso del riesgo de tasa

de interés. En este sentido, sólo unos pocos países, a saber, Corea, Singapur y, en menor medida, México, cuentan con un mercado líquido de futuros sobre deuda (véase el panel derecho del Gráfico VI.17), aunque existe una disponibilidad más amplia de derivados sobre tasas de interés a corto plazo. La ausencia de un mercado de futuros líquido también podría dificultar el desarrollo de un mercado de *swaps* de tasas de interés, ya que los intermediarios financieros que operan en este mercado suelen utilizar futuros para cubrir sus posiciones. Aunque distan de ser exhaustivos, los datos de que dispone el BPI solamente muestran posiciones considerables en *swaps* de tasas de interés para el dólar de Hong Kong, si bien las fuentes de datos locales revelan actividad en algunas otras divisas.

Un tercer obstáculo derivaría del hecho de que aún no ha podido contrastarse la solidez de los activos de mercados emergentes para reaccionar ante coyunturas internacionales menos benignas. Desde la suspensión de pagos de Argentina a finales de 2001, los mercados emergentes no se han visto afectados por ninguna perturbación reseñable, a diferencia de los años 80 y 90, cuando los inversionistas sufrieron en ocasiones severas pérdidas.

VII. El sector financiero en los países industriales avanzados

Aspectos más destacados

En líneas generales, el sector financiero cosechó buenos resultados en los países industriales avanzados durante el periodo analizado. Partiendo de la solidez adquirida en los últimos años, las entidades financieras siguieron mejorando su rentabilidad en un contexto económico generalmente favorable y con intensa actividad en los mercados de capitales. Sin embargo, en comparación con ejercicios precedentes, se observó menos uniformidad entre las instituciones, y en ciertos segmentos se percibieron claros indicios de que el reciente auge de la actividad podría haber estado alentado por unas expectativas excesivamente optimistas.

Los riesgos más importantes para la estabilidad financiera parecen situarse en el medio plazo. Dada la solidez de los balances de situación y los actuales niveles de beneficio, los sistemas financieros se encuentran bien posicionados para capear las probables tensiones a corto plazo. Los factores de vulnerabilidad potencialmente más importantes son de naturaleza indirecta y guardan relación con la evolución macroeconómica general. Las consecuencias de la asunción de riesgos en el pasado, plasmada en el auge de las inversiones inmobiliarias y de la financiación apalancada, dependerán sobremanera de la senda que sigan las tasas de interés y la economía en su conjunto. Los principales factores de vulnerabilidad a más largo plazo continúan siendo una inflexión del ciclo crediticio o un deterioro más generalizado del entorno macroeconómico, incluido un debilitamiento del gasto de los hogares.

La globalización financiera se ha revelado como una importante tendencia estructural con notables repercusiones para la organización de las entidades bancarias, la naturaleza de sus estrategias de negocio y sus perfiles de riesgo. La apuesta de las entidades bancarias por el crecimiento mediante fusiones transfronterizas y operaciones fuera de sus mercados nacionales ha originado una red de flujos internacionales de capital que ofrece oportunidades de beneficio y diversificación. Al mismo tiempo, estas estrategias conllevan una serie de riesgos vinculados tanto a los resultados de cada entidad financiera como a la evolución de las economías nacionales. En consecuencia, la internacionalización de la banca afecta también a estructuras de supervisión prudencial y a la calibración de los instrumentos de política.

Resultados de las entidades financieras

Los buenos resultados en general registrados por las entidades financieras obedecieron básicamente a los mismos factores que en años anteriores permitieron una evolución positiva. El favorable entorno económico ha servido

a las entidades financieras de punto de apoyo para aprovechar el mayor margen de diversificación que ofrecen los nuevos instrumentos de transferencia del riesgo, el rápido ritmo de innovación en los mercados financieros y el continuo proceso de control de costes. Hasta ahora, las favorables condiciones crediticias y los elevados ingresos derivados de la expansión a nuevas áreas han alentado el optimismo generalizado del sector sobre las ventajas de asumir riesgo. El sistema financiero en su conjunto ha logrado afrontar eficazmente los problemas surgidos en entidades o mercados concretos, lo que indica la existencia de amplios márgenes de maniobra y flexibilidad suficiente para responder a las perturbaciones. Con todo, la desigual evolución en distintos segmentos, junto a la tendencia general hacia un mayor apalancamiento y una asunción más agresiva de riesgo, resultan ilustrativas de las mayores complicaciones que, a medio plazo, podrían tener que arrostrar dichas condiciones.

Banca comercial

La banca comercial obtuvo en su conjunto buenos resultados durante el pasado ejercicio. Los beneficios se mantuvieron en general pujantes, impulsados por el continuo crecimiento de la demanda de crédito, la escasa severidad por insolvencias y la reducida volatilidad de la curva de rendimientos (véase el Cuadro VII.1).

Los bancos europeos continuaron apostando por el crecimiento basado en las comisiones por servicios prestados a hogares y pequeñas empresas. El crecimiento del crédito mantuvo en general un fuerte dinamismo, si bien comenzó a moderarse en países como España, que ha venido registrando el

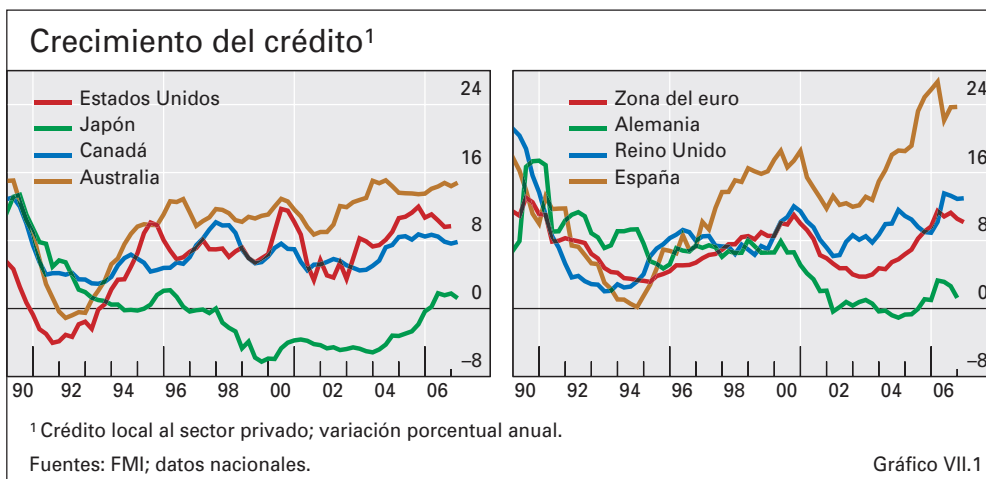
Los bancos europeos crecieron con fuerza...

Rentabilidad de los principales bancos ¹												
En porcentaje de los activos totales medios												
	Beneficio antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
EEUU (10)	1,84	1,89	1,83	0,19	0,17	0,18	2,78	2,65	2,51	3,46	3,25	3,10
Canadá (5)	1,22	1,01	1,32	0,06	0,10	0,10	1,97	1,79	1,64	2,92	3,00	2,56
Japón (13)	0,34	0,73	0,94	0,55	0,14	0,09	0,95	0,85	0,97	1,70	1,29	1,37
Australia ² (4)	1,48	1,39	1,61	0,18	0,13	0,13	2,09	1,68	1,96	2,18	1,62	1,64
RU ³ (9)	0,95	0,87	0,98	0,20	0,23	0,27	1,21	1,07	1,13	1,69	1,58	1,68
Suiza (5)	0,73	0,68	0,84	-0,01	-0,02	-0,01	0,96	0,68	0,45	2,72	2,34	1,72
Suecia ² (3)	0,91	0,90	1,03	0,02	0,01	0,01	0,99	0,88	0,76	1,21	1,07	1,12
Austria ² (3)	0,78	0,85	1,64	0,34	0,31	0,38	1,83	1,64	1,90	2,41	2,09	2,40
Alemania ⁴ (9)	0,13	0,37	0,47	0,22	0,08	0,09	0,72	0,63	0,66	1,41	1,15	1,19
Francia ³ (6)	0,65	0,67	0,86	0,08	0,05	0,06	0,86	0,83	0,81	1,49	1,94	1,43
Italia ² (5)	0,87	1,05	1,15	0,41	0,24	0,32	1,99	1,70	2,14	2,83	2,11	2,54
Países Bajos ² (4)	0,50	0,59	0,55	0,08	0,05	0,10	1,26	1,10	1,14	1,51	1,30	1,45
España ² (5)	0,89	1,18	1,51	0,24	0,23	0,34	1,47	1,55	1,78	1,78	1,80	2,12

¹ Las cifras que figuran entre paréntesis indican el número de bancos incluidos para 2006. ² Todos los valores se han calculado de acuerdo con las NIIF. ³ Para 2005 y 2006, se han utilizado las NIIF; para 2004, una combinación de normas GAAP locales y NIIF. ⁴ Combinación de normas GAAP locales y NIIF.

Fuente: Fitch Ratings.

Cuadro VII.1



ritmo más intenso en los últimos tiempos (véase el Gráfico VII.1). Las encuestas indican asimismo una relajación de los criterios de concesión de crédito a hogares y empresas. Las presiones competitivas y el acceso a fuentes alternativas de crédito han introducido requisitos menos exigentes para la concesión de crédito, especialmente a empresas para operaciones de fusión y adquisición. La mayor capacidad de los prestamistas para diversificar y transferir el riesgo de crédito mediante derivados, titulización o el dinámico mercado secundario de crédito también podría haber contribuido a esta relajación de criterios. Pese a ello, en la mayoría de los países, los bancos no parecen tener dificultades para afrontar las tensiones procedentes de insolvencias. Bien al contrario, las provisiones para insolvencias presentan por lo general niveles reducidos y a la baja. En los países donde sí se percibieron señales de deterioro de la calidad de las carteras crediticias, como el Reino Unido y España, los prestamistas lograron mantener saludables niveles de beneficio.

Los bancos europeos prosiguieron su proceso de consolidación. La eliminación de las barreras reales o percibidas a las fusiones en países como Alemania e Italia ha fomentado estas operaciones, que en el caso italiano constituyeron el principal factor de revalorización bursátil de las entidades bancarias. Además, es probable que la previsible fusión transfronteriza entre algunos de los mayores bancos europeos estimule nuevas operaciones de esta índole entre sus competidores. No obstante, durante la mayor parte del periodo analizado la atención de los bancos adquirentes se centró básicamente en explotar las oportunidades de crecimiento rápido haciéndose un hueco en países recientemente adheridos a la Unión Europea y en economías emergentes del sureste europeo.

Los bancos estadounidenses mantuvieron su solidez y rentabilidad, si bien comenzaron a percibirse señales de moderación en el crecimiento de sus beneficios. Pese a que en Estados Unidos se registraron beneficios récord por sexto año consecutivo, la rentabilidad media sobre activos y sobre recursos propios disminuyó ligeramente, al tiempo que la cifra total de beneficios parecía desacelerarse en el segundo semestre del año. Esto básicamente obedeció a la continua compresión de los márgenes de intermediación y a la desaceleración del mercado de la vivienda y, por ende, de los ingresos por

... y prosiguieron su consolidación

Beneficios récord en EEUU, junto a señales de moderación

préstamos hipotecarios. Los efectos sobre los prestamistas de menor dimensión fueron más acusados, mientras que las entidades bancarias más grandes supieron complementar mejor sus resultados a través de una gama más amplia de ingresos distintos de intereses. Los bancos mantuvieron un adecuado nivel de capitalización y, pese a que la dotación de provisiones permaneció en niveles muy reducidos, repuntaron los préstamos morosos y fallidos, especialmente en los segmentos crediticios más dinámicos en los últimos años. Más recientemente, los prestamistas parecen haber endurecido sus criterios de concesión de crédito a particulares, quizás en respuesta a crecientes indicios de que los niveles de endeudamiento podrían estar llevando al límite la situación financiera de los hogares de más riesgo (véase el Capítulo II). Al mismo tiempo, las encuestas sugieren una relajación de los criterios de concesión de crédito a empresas.

Estabilidad en
Japón

Los bancos japoneses se anotaron resultados financieros positivos por segundo año consecutivo, aunque sin mejorar los del ejercicio precedente. Los menores beneficios de explotación reflejaron la presión continua sobre los márgenes de intermediación y la persistente debilidad del crecimiento de la demanda de crédito. Tras haber recuperado la sensación de estabilidad en el mercado interno, los bancos japoneses han venido explorando oportunidades de expansión en el exterior, sobre todo en Asia. El sector público continuó con su proceso de desinversión en participaciones en el sector bancario mediante operaciones de privatización y cambios en el perfil de las entidades prestamistas de titularidad pública.

Banca de inversión

Beneficios
récord de la banca
de inversión,
impulsados por...

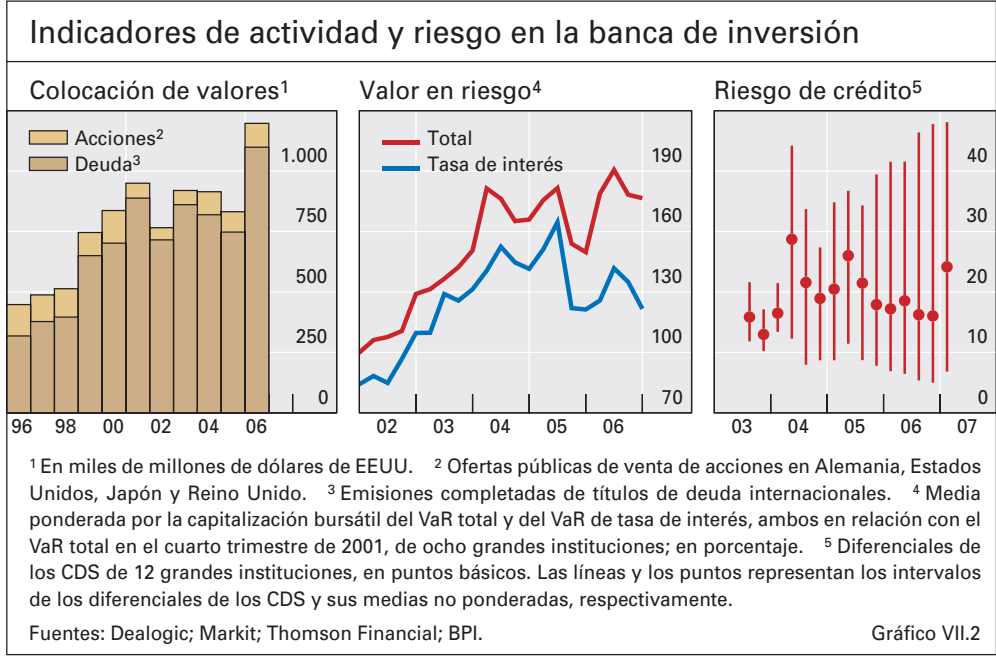
Un año más, la banca de inversión volvió a embolsarse beneficios récord en el ejercicio analizado. El crecimiento de los ingresos es atribuible sobre todo al negocio de asesoramiento a empresas, la prestación unificada de servicios como intermediario principal (*prime brokerage*) y la toma de posiciones por cuenta propia, incluidas las actividades ligadas a operaciones de capital inversión (*private equity*). Los beneficios también crecieron en el corto plazo impulsados por la mayor preferencia por el riesgo entre las principales entidades internacionales.

... el auge de las
fusiones y
adquisiciones...

Las operaciones de fusión y adquisición de empresas también batieron un nuevo récord, debido en parte al auge de la actividad de los fondos de capital inversión (véase el Capítulo VI). Además de percibir comisiones por asesoramiento, los bancos de inversión aprovecharon dicha actividad de diversas formas. Así, las principales entidades concedieron préstamos a los fondos de capital inversión adquirentes, aunque con frecuencia también comprometiendo sus propios recursos mediante participaciones en el capital. La colocación de valores contribuyó notablemente al crecimiento de los ingresos (véase el Gráfico VII.2), si bien el entorno empresarial favoreció a las grandes entidades con operativa internacional, en detrimento de los bancos de inversión de menor tamaño.

... y la negociación
por cuenta propia...

La negociación por cuenta propia y la participación en operaciones de financiación estructurada también han venido nutriendo con fuerza los beneficios de la banca de inversión de un tiempo a esta parte. Las principales



entidades estadounidenses registraron beneficios récord derivados de estas actividades, lo que les permitió alcanzar una rentabilidad sobre recursos propios superior al 20%. La banca universal se apoyó más en la solidez de sus filiales especializadas en la gestión de activos y patrimonios para obtener rendimientos similares, aunque más modestos. La mayor liquidez en el mercado y la gestión activa de los clientes, incluidos los *hedge funds*, espolearon los beneficios de las entidades con importante presencia en los mercados de capitales.

El aumento de los beneficios se ha asociado a la mayor asunción de riesgo. Las cifras publicadas sobre el valor en riesgo (VaR) de los principales bancos de inversión muestran que este indicador prácticamente ha doblado su valor desde 2002 (véase el Gráfico VII.2). Dado el entorno de volatilidad reducida, este aumento indica una mayor propensión a asumir riesgo, aunque la relación entre VaR y recursos propios haya permanecido relativamente constante. Análogamente, el riesgo de crédito asociado a muchos de los bonos en circulación de estas entidades, medido por las primas de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), aumentó de forma sustancial en 2007, lo que indicaría la inquietud de las contrapartes por los posibles riesgos de su estrategia inversora ante un eventual cambio en las condiciones del mercado.

Hedge funds

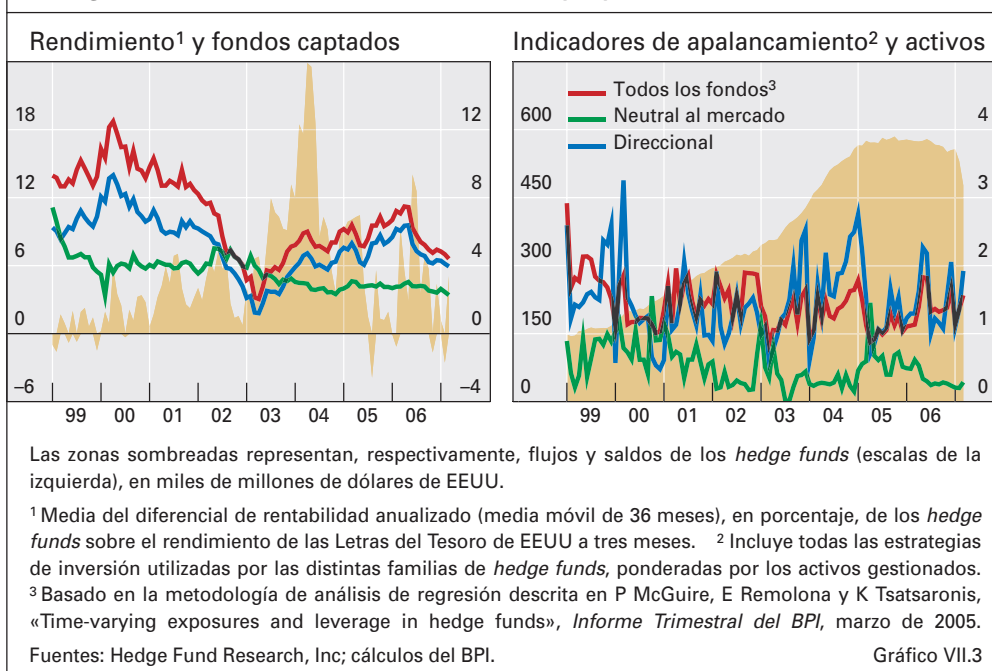
La pauta seguida por el sector de *hedge funds* no fue muy distinta de la del ejercicio anterior. La continua moderación de la rentabilidad de las inversiones, salpicada por la sonada quiebra de un importante fondo, coincidió con la desaceleración del crecimiento del sector. Al mismo tiempo, se mantuvo la tendencia a una mayor institucionalización, unida a la constante apelación a una mayor transparencia en las actividades de los fondos.

En general, la rentabilidad media de las inversiones permaneció contenida durante el periodo analizado (véase el panel izquierdo del Gráfico VII.3).

... que van ligados a una mayor asunción de riesgo

Continuidad de las tendencias en los *hedge funds*:

Hedge funds: volumen, rendimiento y apalancamiento



moderación de la rentabilidad y de las entradas de recursos...

Muchos fondos atravesaron dificultades en el segundo trimestre de 2006 y, pese al ligero repunte de su rendimiento en el cuarto trimestre, éste volvió a menguar en el siguiente. Las entradas netas mantuvieron su volatilidad durante la mayor parte del periodo, antes de tornarse levemente negativas a finales de 2006. El interés de los inversionistas por el sector parece haberse moderado en los dos últimos años y el número de cierres ha superado al de lanzamientos de fondos.

... mayor asunción de riesgo...

La búsqueda de oportunidades de rentabilidad ha atraído a los *hedge funds* hacia muchos de los dinámicos mercados de transferencia del riesgo, particularmente hacia aquellos ligados al riesgo de crédito. A través de la negociación activa, los *hedge funds* se han convertido en proveedores clave de liquidez en estos mercados, al tiempo que su disposición a asumir riesgo ha apuntalado las operaciones de cobertura de instituciones más orientadas a la emisión y administración de los activos subyacentes. Ante el recrudecimiento de las presiones competitivas, y aprovechando las favorables condiciones de financiación, el sector ha optado por niveles de apalancamiento algo superiores a los del pasado reciente, en un intento por mejorar la rentabilidad (véase el panel derecho del Gráfico VII.3).

La combinación de un estilo inversor oportunista y el recurso al apalancamiento ha suscitado inquietud entre algunos analistas del mercado sobre la capacidad de los *hedge funds* para afrontar un entorno de mercado más exigente. De hecho, la quiebra de un importante fondo como resultado de apuestas excesivas en el segmento de gas natural sirvió para recordar la potencial fragilidad de las estrategias financieras de estos fondos. No obstante, en ese episodio concreto, otros participantes en el mercado se aprestaron a facilitar el cierre ordenado de las posiciones, evitando así repercusiones sobre el conjunto del mercado.

La tendencia hacia una mayor transparencia ha supuesto una importante novedad en el sector. Algunos de los principales fondos han solicitado su cotización en bolsa o han publicado información sobre sus actividades en el marco de ofertas públicas de emisión de bonos. Las agencias de calificación también están dispuestas a evaluar a los *hedge funds* en calidad de contrapartes. Además, en el ámbito oficial, continúa la presión para crear mecanismos más formales de supervisión del sector.

... y presiones para mejorar la información facilitada

Sector asegurador

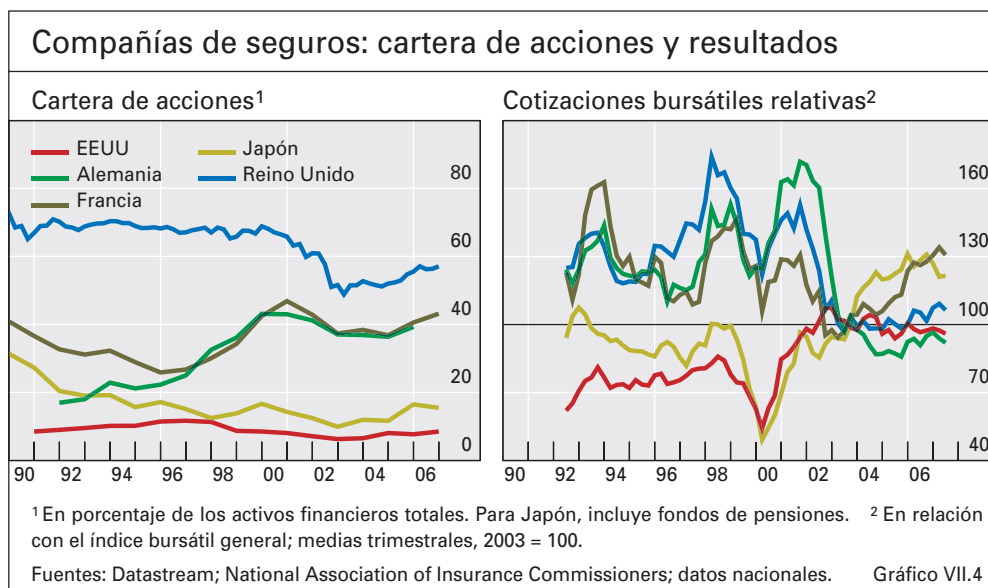
Los resultados de las entidades aseguradoras mejoraron durante el periodo analizado. El entorno de mercado más favorable afianzó los balances en la totalidad de los segmentos, registrando el ramo de no vida una espectacular recuperación tras la difícil situación vivida un año antes.

La sólida evolución de los mercados bursátiles y la moderada subida de las tasas de interés mejoraron los balances de las compañías de seguros de vida y estimularon la demanda de pólizas (véase el Gráfico VII.4). En Estados Unidos prosiguió el fuerte aumento de las suscripciones de pólizas individuales de renta vitalicia variable, merced al auge bursátil y al aumento del número de jubilados. En Francia, el crecimiento de las primas de seguros de vida obedeció a un aumento de la demanda de *unit-linked* (seguros de vida de prima única ligados a fondos de inversión), mientras que el dinamismo del mercado británico de seguros de renta vitalicia se debió a la intensa demanda por parte de los fondos de pensiones. En Japón, por el contrario, se estancó la recuperación del ritmo de crecimiento de las primas, sin que la mayor demanda de pólizas individuales de renta vitalicia lograra compensar la caída de las primas de los seguros de vida individuales.

Persiste la solidez de las compañías de seguros de vida...

El nivel relativamente reducido de las rentabilidades a largo plazo pone en un aprieto a las aseguradoras del ramo de vida, especialmente cuando las pólizas suscritas incluyen rentabilidades mínimas garantizadas. Las curvas de rendimiento planas no fomentan la demanda de productos de seguro-ahorro, mientras las reducidas tasas de interés a largo plazo encarecen su financiación.

... pese a las reducidas rentabilidades



Esta situación hace que las aseguradoras dependan en mayor medida de la comercialización de productos de seguro-inversión. Dada la intensa exposición de las compañías del ramo de vida a los mercados financieros, su rentabilidad podría verse lastrada por una eventual inflexión del ciclo crediticio o un deterioro del panorama macroeconómico internacional.

Recuperación del
ramo de no vida...

Las compañías del ramo de no vida se recuperaron bien de un ejercicio 2005 muy negativo, resultado del aumento de la siniestralidad por catástrofes naturales. La mayoría de las compañías de seguro y reaseguro de responsabilidad civil y accidentes radicadas en Estados Unidos y las Bermudas registraron una espectacular recuperación, ya que el encarecimiento de las pólizas, las escasas demandas de indemnización y el excelente comportamiento de las inversiones lograron elevar los ingresos y restaurar la rentabilidad. En cambio, el crecimiento de las primas en el ramo de no vida europeo resultó más modesto, mientras que las compañías japonesas del mismo ramo registraron menores beneficios netos debido a la mayor siniestralidad por tifones y a las pérdidas registradas en la cartera de inversión.

... aunque se prevé
que se mantenga
un elevado nivel de
riesgo

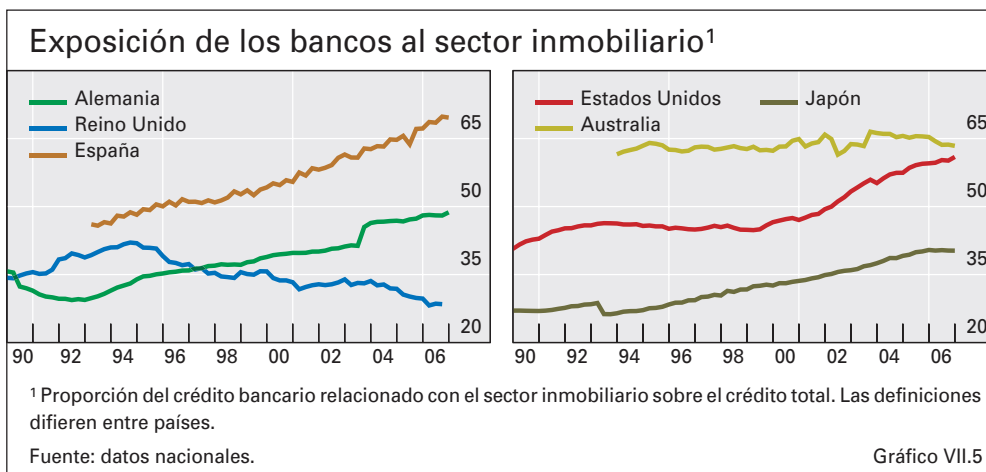
Pese a que la temporada de tormentas tropicales fue relativamente clemente en 2006, en Estados Unidos se prevén pérdidas por huracanes en los próximos años superiores a las registradas en promedio antes de 2005. El aumento del riesgo elevó las primas y limitó la capacidad del reaseguro internacional durante el año 2006. Es probable que las compañías del ramo de no vida continúen engrosando sus reservas técnicas a fin de sortear sus actuales límites de capacidad y de afrontar con mayor facilidad desastres naturales a gran escala.

Vulnerabilidades

Las principales fuentes de riesgo para el sistema financiero podrían surgir de los posibles excesos cometidos durante los años de crecimiento previos, aunque puede que sus efectos sólo se materialicen a medio plazo. La elevada exposición a los mercados inmobiliarios, el aumento de la financiación apalancada —incluido el auge del mercado de capital inversión— y el deterioro del ciclo crediticio constituyen importantes factores de vulnerabilidad. A corto plazo, la continuidad de los buenos resultados del sector financiero permite augurar que el sistema cuenta con capacidad suficiente para resistir posibles perturbaciones. A más largo plazo, la severidad de las tensiones dependerá sobremanera de la futura evolución macroeconómica.

Exposición a los mercados inmobiliarios

La posibilidad de que se produzca un desplome de los mercados inmobiliarios continúa presentando un riesgo significativo para la estabilidad financiera. En los últimos años, la financiación del sector inmobiliario ha sido una de las principales actividades de las entidades bancarias de numerosos países y una importante fuente de beneficios para éstas (véase el Gráfico VII.5). El auge de los mercados de activos titulizados vinculados a la financiación del sector inmobiliario ha repartido por todo el sistema financiero exposiciones directas



e indirectas al riesgo inmobiliario, procedentes en su mayoría de la inversión crediticia en el sector de uso residencial. Aunque el sector inmobiliario de uso comercial sería en principio menos exuberante, los mercados de activos relacionados con él podrían contagiarse del sector residencial (véase el Capítulo VI).

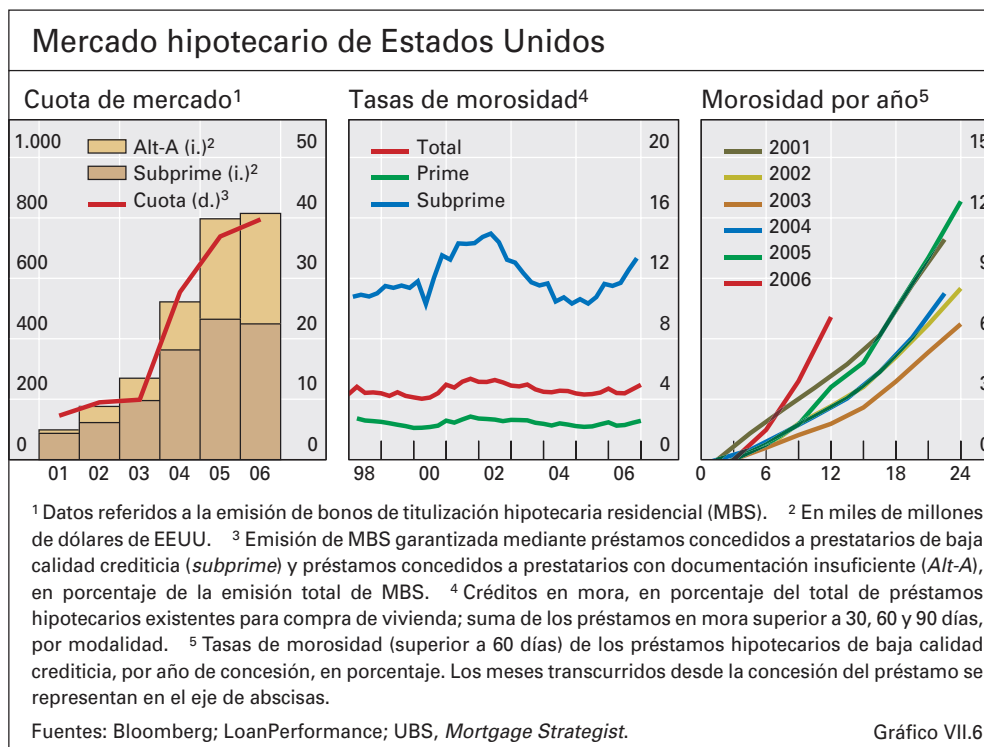
Sector inmobiliario residencial

La pujanza de los precios de la vivienda en numerosos países se ha apoyado en gran medida en las bajas tasas de interés y ha estado acompañada de una rápida expansión del crédito hipotecario a los hogares. La intensificación de la actividad hipotecaria ha reportado asimismo importantes ingresos por comisiones a las entidades originadoras del préstamo. Además, el benigno entorno económico ha situado el coste de la morosidad hipotecaria en niveles históricamente bajos, lo que también ha realzado los resultados de las entidades bancarias y de otros tenedores de deuda hipotecaria. La escasa incidencia de las pérdidas también ha contribuido al desarrollo de los mercados de productos estructurados basados en hipotecas sobre viviendas, al estimular el interés de los gestores de carteras de inversión por valores vinculados a los ingresos procedentes de esos préstamos.

El auge de la titulización ha conllevado una mayor dispersión de los riesgos entre los participantes en los mercados, pero al mismo tiempo ha distorsionado los incentivos de los originadores de las hipotecas, principalmente en Estados Unidos. Las técnicas de titulización, al conceder mayor importancia a los flujos de ingresos directamente vinculados al volumen de préstamos otorgados, han solido erosionar los criterios de concesión de crédito. Además, las crecientes presiones competitivas y las expectativas extrapoladas sobre el aumento del precio de la vivienda seguramente han producido una infravaloración del riesgo hipotecario, un desplazamiento hacia los contratos a interés variable diseñados para limitar el servicio de la deuda en las etapas iniciales del préstamo y un auge de la concesión de modalidades hipotecarias de mayor riesgo (véase el panel izquierdo del Gráfico VII.6). En consecuencia, subidas moderadas de las tasas de interés han afectado a un porcentaje de hipotecas pendientes mayor que en el pasado. Las tasas de morosidad han aumentado, especialmente en los préstamos concedidos más recientemente

El auge de los mercados de la vivienda...

... ha venido ligado a criterios más laxos...



a prestatarios de alto riesgo que antes tenían un acceso muy limitado a la financiación (véase el panel derecho del Gráfico VII.6).

... generando con ello riesgos

La evolución futura de las tasas de interés, de los precios de la vivienda y del entorno económico general tendrá una influencia crucial en la moderación o exacerbación de estos riesgos. Las tasas de interés influirán en el coste del servicio de la deuda hipotecaria existente y afectarán a la demanda de nuevos préstamos, mientras que la situación cíclica de la economía repercutirá sobre la renta de los hogares (véase el Capítulo II). Es probable que las ventas forzadas de viviendas se sumen al parque de las aún por vender, lo que presionaría aún más a la baja los precios.

Sector inmobiliario de uso comercial

El mercado de inmuebles comerciales parece encontrarse en una fase cíclica de auge en la mayoría de los países. La absorción de nuevos inmuebles ha sido intensa, las tasas de desocupación han disminuido desde cotas altas y los precios han ido recuperándose desde niveles generalmente bajos (véase el Cuadro VII.2).

La exposición a los inmuebles comerciales ha crecido...

Los préstamos concedidos al segmento inmobiliario comercial han crecido de forma notable en una serie de países, suscitando en algunos casos preocupación entre los reguladores. Así, los créditos al sector concedidos por bancos estadounidenses casi se han duplicado en los últimos cinco años, representando en septiembre de 2006 un 14% de sus activos totales. El crecimiento del crédito se ha concentrado básicamente en pequeñas y medianas entidades bancarias, donde los créditos concedidos al segmento inmobiliario comercial triplican con creces su capital ponderado por el riesgo. En Japón, los reguladores bancarios han advertido a los prestamistas frente

Precios de los inmuebles de uso comercial ¹							
	Variación nominal ²			Nivel ³	Pro memoria: tasa de desocupación de oficinas ⁴		
	1997–2005	2005	2006	2006	2004	2005	2006
EEUU	2,9	12,0	12,3	42,3	16,0	13,9	12,6
Japón	-7,9	10,5	19,6	19,2	6,0	3,9	3,0
Alemania	-1,5	-4,9	-5,2	36,2	11,4	11,6	9,9
RU	3,8	13,4	17,2	69,4	9,8	7,3	5,7
Francia	4,2	6,2	15,0	71,5	6,6	6,5	5,1
Canadá	2,8	9,1	13,2	59,5	14,4	12,1	10,5
España	1,4 ⁵	5,0	7,6	98,6	8,4	6,1	3,4
Países Bajos	2,5	0,1	4,3	80,9	12,0	13,6	11,7
Australia	4,2	10,9	2,6	54,5	11,5	7,2	8,3
Suiza	1,2	2,1	0,0	61,0	9,0	11,5	10,9
Suecia	2,8	5,6	9,5	48,5	17,6	16,8	15,4
Noruega	1,6	6,3	10,8	63,8	11,0	9,0	8,2
Dinamarca	7,8	19,8	9,0	100,0	10,3	7,9	5,0
Finlandia	4,2	11,9	12,0	80,3	9,5	9,0	8,1
Irlanda	12,0	16,7	21,7	100,0	16,7	15,2	12,0

¹ Para Australia y Dinamarca, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del suelo en las seis mayores áreas urbanas. ² Variación porcentual anual. ³ Periodo en el que los precios de los inmuebles comerciales ajustados de inflación alcanzaron su nivel máximo = 100. ⁴ Espacio de oficinas disponible de manera inmediata (incluidos subarrendamientos) en todos los edificios ya construidos dentro de un mercado, en porcentaje de la oferta total. Para Estados Unidos y Suiza, cifras de todo el país; para Alemania, Australia, España, Francia y Países Bajos, promedio de las principales ciudades; para el resto de países, capitales. ⁵ Entre 2001 y 2005.

Fuentes: Catella Property Consultants; CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner. Cuadro VII.2

a aumentos indiscriminados de sus exposiciones al sector inmobiliario de uso comercial.

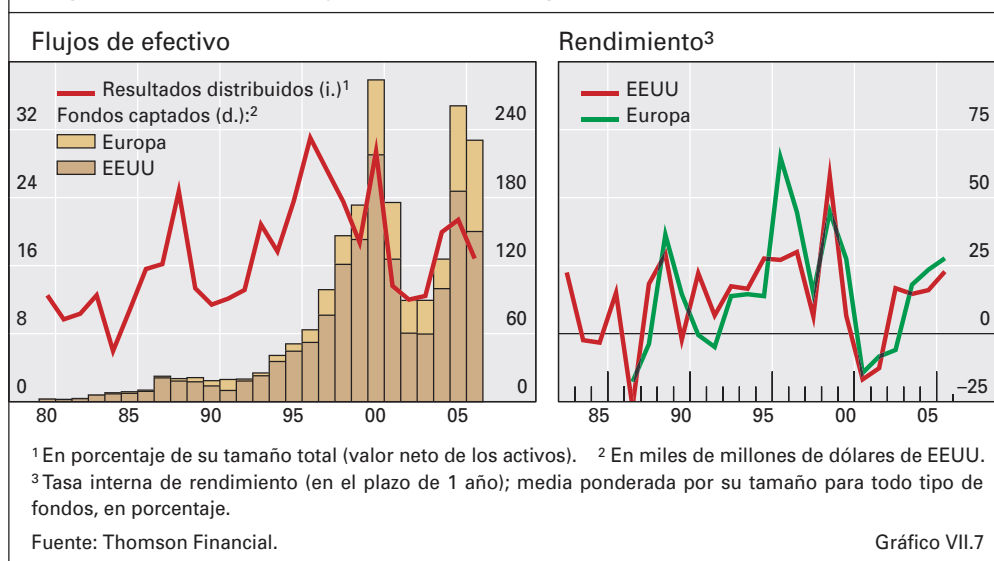
Los segmentos del mercado cotizados en bolsa han cosechado resultados excelentes. En los tres últimos años, la rentabilidad anual de las participaciones en vehículos de inversión en inmuebles comerciales ha estado en el rango del 15%–20%, contándose entre las categorías de activos preferidas por los inversionistas más orientados a la rentabilidad. Sin embargo, la rentabilidad parece responder básicamente a plusvalías, ya que el rendimiento por alquileres ha permanecido estable o incluso ha disminuido en algunos mercados, como el Reino Unido y Estados Unidos. Esto plantea la posibilidad de que un deterioro en los mercados de bonos de titulación hipotecaria residencial pudiera tener un efecto dominó en los mercados donde se negocian productos de inversión en inmuebles comerciales.

... pero, por ahora, los mercados mantienen su solidez

Financiación apalancada

Un elemento característico de la actividad del sector financiero en los últimos años ha sido la mayor utilización del apalancamiento con el fin de elevar la rentabilidad de la inversión. Dos de sus manifestaciones han sido el auge de las operaciones realizadas por los fondos de capital inversión (*private equity funds*) y la tendencia gradual de los *hedge funds* hacia estrategias más

Capital inversión: flujos de efectivo y rendimiento



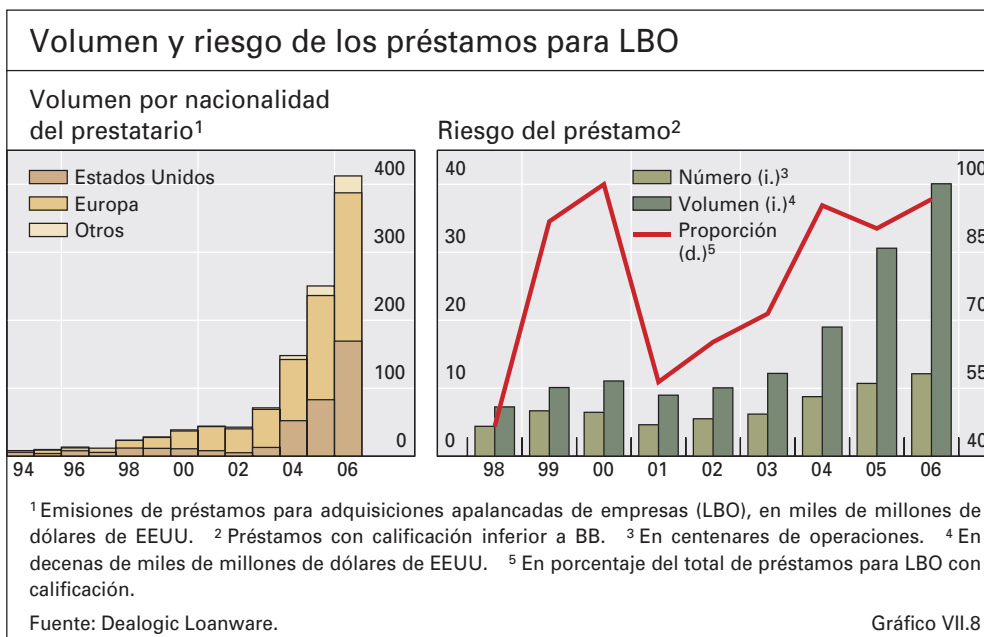
apalancadas. En ambos casos, la incidencia de ese mayor apalancamiento se ha concentrado hasta ahora en un número de actores relativamente reducido. Sin embargo, en un entorno de mayor relajación de los criterios de concesión de crédito existe el peligro de su generalización.

El auge de los fondos de capital inversión se intensificó...

El auge de los fondos de capital inversión se intensificó el pasado año. Así, volvió a crecer el número de operaciones de capital inversión formalizadas y, lo que es más importante, el tamaño medio de las mismas (véase el Capítulo VI). Los fondos de capital inversión eligieron como objetivos empresas de mayor dimensión, agrupando con frecuencia sus recursos en consorcios. La mayor actividad de los fondos se vio acompañada por rendimientos superiores (véase el Gráfico VII.7), aunque seguramente estos últimos también obedecieron en buena medida a decisiones de inversión anteriores. En consecuencia, los fondos lograron captar volúmenes de recursos sin apenas precedente precedentes de inversionistas en busca de mayor rentabilidad, incluidos numerosos fondos de pensiones y fondos de *hedge funds*. Algunos de los mayores fondos han llevado a cabo emisiones públicas de acciones, o tienen interés en hacerlo, para poder acceder a una fuente permanente de capital.

... alentado por las favorables condiciones crediticias

Las favorables condiciones de financiación han desempeñado un papel fundamental en el auge de la actividad del capital inversión. Los fondos han emitido cifras récord de deuda para financiar sus operaciones. El volumen de los préstamos sindicados internacionales ligados a adquisiciones apalancadas de empresas (LBO) creció un 70% el pasado año. Aunque Estados Unidos registró el crecimiento más alto, la mayoría de los préstamos se concedieron a prestatarios europeos (véase el panel izquierdo del Gráfico VII.8). El grado de apalancamiento hecho público de esas operaciones ha venido manteniendo una tendencia alcista, puesto que los fondos han tenido acceso a condiciones de financiación más favorables, incluidos acuerdos contractuales con cláusulas considerablemente menos restrictivas para el prestatario. Conjuntamente, estos factores han conducido a un repentino aumento de la deuda con grado de



especulación, que representa el 90% de todo el crédito para LBO formalizado en los dos últimos años (véase el panel derecho del Gráfico VII.8).

El elevado grado de apalancamiento empleado en las operaciones de capital inversión ha hecho que se cuestione su sostenibilidad a largo plazo. La estructura de capital de las empresas adquiridas se modifica mediante las llamadas «recapitalizaciones apalancadas», que priman los ingresos del fondo adquirente en detrimento de los recursos propios de la empresa objetivo. Éste es un componente fundamental de la estrategia financiera de los fondos que podría explicar, en parte, su alta rentabilidad. Sin embargo, la estrategia depende de la disponibilidad de financiación barata, y la situación financiera de las empresas adquiridas (y la deuda asociada) sería el flanco más vulnerable en caso de deterioro de las condiciones crediticias o del entorno económico. Si bien el reapalancamiento parece mantenerse relativamente circunscrito a las compañías objetivo (véase el Capítulo VI), inquieta que el auge de las operaciones de LBO induzca un aumento de los niveles de endeudamiento en el conjunto del sector empresarial, ya sea como defensa frente a posibles adquisiciones hostiles o con el fin de alcanzar una rentabilidad sobre recursos propios comparable a la de las firmas objetivo del capital inversión.

Otra preocupación se deriva de la relativa opacidad de las empresas que han dejado de cotizar en bolsa. Los menores requisitos de divulgación exigibles a estas compañías menoscaban el escrutinio público de sus equipos directivos, mientras que el importe creciente de las adquisiciones aumenta la importancia de la adecuación de las estructuras de buen gobierno de las empresas no cotizadas.

Análogas preocupaciones suscitan las actividades de los *hedge funds*. Su mayor grado de apalancamiento (véase el Gráfico VII.3), junto a su relativa opacidad, hacen temer que eventuales problemas en el sector pudieran extenderse a todo el sistema financiero. Las contrapartes podrían haber subestimado el nivel de riesgo de los diversos fondos y la fragilidad general de los mercados en los que éstos operan.

El mayor grado de apalancamiento...

... y la opacidad aumentan el riesgo global

El ciclo crediticio

La enorme importancia del favorable entorno crediticio para la mejora de los resultados cosechados por el sector financiero en los últimos años hace que una eventual inflexión del ciclo crediticio constituya un riesgo significativo de cara al futuro. Las estrategias de inversión basadas en la continuidad de diferenciales reducidos y precios de activos crecientes se encuentran muy expuestas a una mayor incidencia de las insolvencias. La manera en la que el ciclo crediticio interactúe con la coyuntura macroeconómica determinará los desafíos que a medio plazo se planteen a la estabilidad financiera.

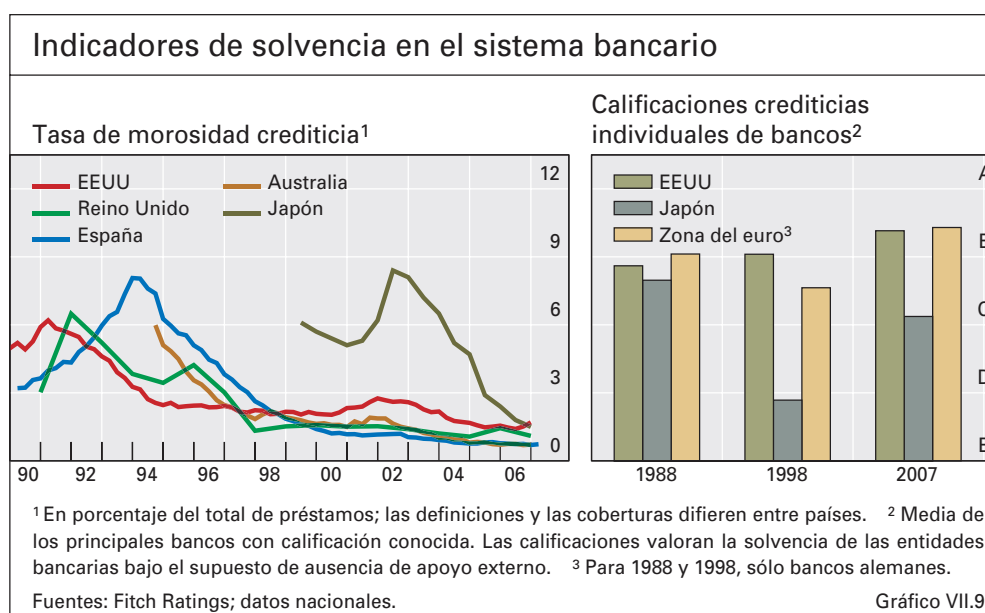
En buena medida, los resultados de las instituciones financieras se han sustentado en el coste bajo y decreciente del crédito. En numerosos países, la morosidad de las carteras de las entidades bancarias se ha situado en niveles históricamente bajos (véase el Gráfico VII.9), lo que unido a la reducida dotación de provisiones ha contribuido a la elevada rentabilidad de los bancos. Las bajas tasas de interés, junto con el favorable entorno crediticio, han avivado la oferta de financiación, que ha sido el principal impulso del auge de los mercados de crédito estructurado y de las operaciones de financiación apalancada.

Con la perspectiva que ofrece el examen de ciclos económicos recientes, estas condiciones crediticias podrían caracterizarse como excepcionales en muchos aspectos. El prolongado periodo de crecimiento económico iniciado a mediados de los años 90 sólo se vio brevemente interrumpido por la desaceleración relativamente suave en la primera parte de esta década que siguió al estallido de la burbuja tecnológica. Durante dicho episodio, el sistema financiero logró solventar con eficacia una avalancha de quiebras empresariales merced a la creciente demanda de crédito de los hogares y al beneficioso efecto del fortalecimiento de los mecanismos de transferencia del riesgo de crédito.

Los analistas del mercado seguramente contemplan una eventual inflexión del ciclo crediticio, aunque el momento preciso resulte difícil de

Las favorables condiciones crediticias...

... pueden haber sido excepcionales

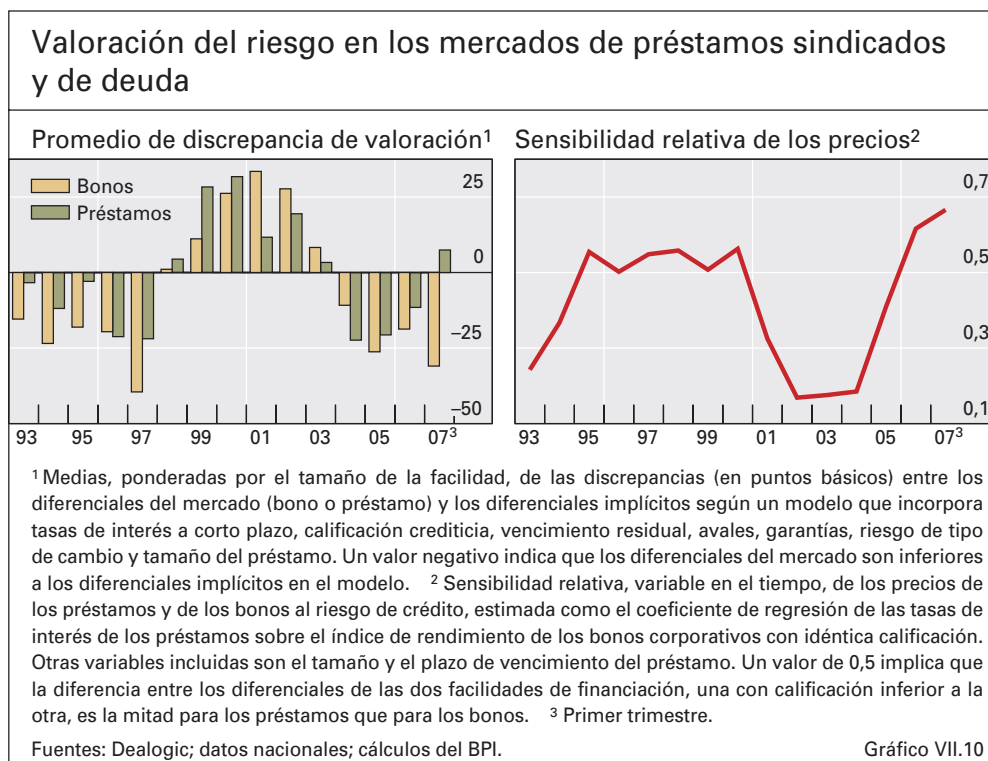


predecir. Las señales de tensión en los mercados de crédito hipotecario residencial se han multiplicado, ante todo en Estados Unidos, y el endeudamiento de los hogares continúa siendo motivo de preocupación en muchos países, en vista del aumento de la morosidad en la cartera minorista. Aunque las insolvencias empresariales aún son muy escasas (véase el Capítulo VI), la sostenibilidad de mayores niveles de deuda sería en ciertos casos problemática si se produjera un deterioro de la coyuntura económica o si la oferta de crédito resultara menos acomodaticia.

La gestión de un mayor riesgo de crédito...

La capacidad de las entidades bancarias para sobreponerse a las eventuales tensiones de una inflexión del ciclo, posiblemente asociada a una desaceleración más amplia de la actividad económica, también depende de la disciplina con que aquéllas hayan aplicado sus criterios de concesión de crédito. El favorable entorno crediticio ha alentado prácticas más agresivas en ciertos segmentos, como el de hipotecas a prestatarios de alto riesgo. En términos más generales, la sensibilidad al riesgo del proceso de formación de precios de los préstamos parece haber aumentado en los últimos años. En el pasado ejercicio, los diferenciales de los préstamos sindicados parecen haberse ampliado frente a los de los bonos y haber aumentado su sensibilidad al riesgo de crédito (véase el Gráfico VII.10). Se trata de una señal positiva, aunque la acumulación de deuda emitida a principios de esta década a precios muy altos podría convertirse en un factor de riesgo en las carteras de los prestamistas conforme vayan madurando esos préstamos. Mayores tasas de impago en un entorno cambiante podrían inducir a su vez cierta permisividad frente a los prestatarios actuales, lo que debilitaría aún más la calidad de los activos de los prestamistas y restringiría la emisión de nueva deuda.

... depende de la disciplina *ex ante*



La internacionalización de la banca

El crecimiento de la actividad internacional de la banca ha constituido una importante tendencia estructural en las economías industriales durante las últimas décadas. En sus etapas iniciales, la expansión internacional de la banca tuvo lugar básicamente mediante operaciones transfronterizas. Sin embargo, más recientemente los bancos han incrementado su presencia directa en el extranjero, aportando así una serie de beneficios tanto a exportadores como a importadores de servicios financieros en forma de mayor diversificación, acceso a mayor variedad de fondos y transferencia de *know-how*. No obstante, esta tendencia ha planteado al mismo tiempo a las autoridades de origen y de acogida diversos retos en materia de procedimientos de evaluación y gestión de riesgos relacionados con el sector financiero, así como de política macroeconómica en general.

Tendencias y patrones

Creciente internacionalización bancaria...

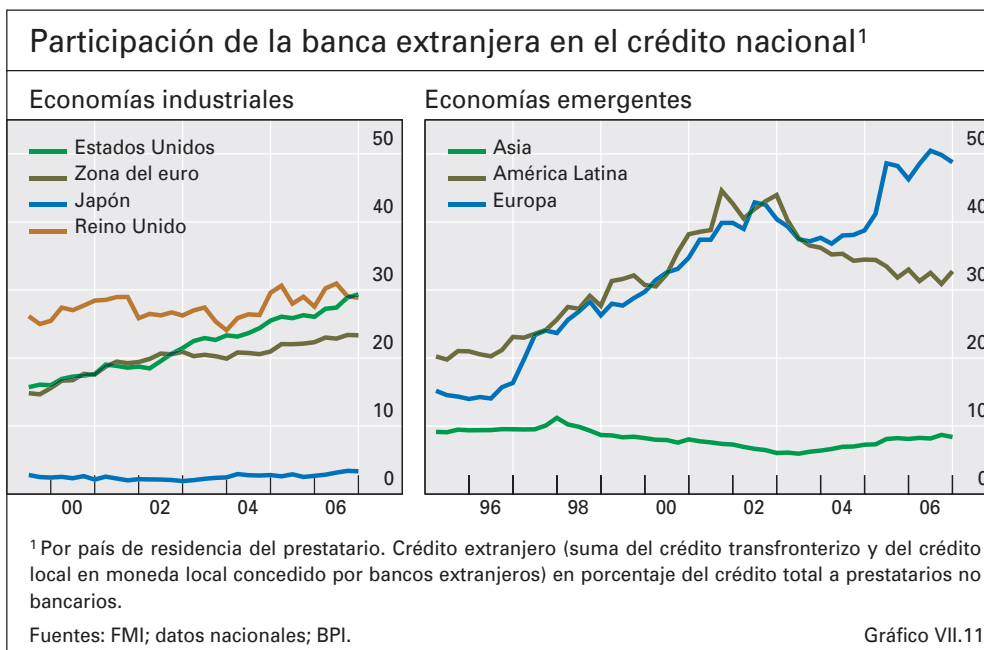
El componente internacional de la actividad bancaria ha venido creciendo paulatinamente en los últimos 30 años. Los activos bancarios en el exterior de las entidades radicadas en economías industriales crecieron entre 1977 y 2006 a una tasa anual media del 11,5%. Este ritmo se ha acelerado en los 10 últimos años, superando el 18% en el ejercicio más reciente. Medidos en términos de actividad económica, estos activos se han quintuplicado desde 1980, alcanzando en 2006 el equivalente del 50% del PIB mundial. Aunque su tasa de crecimiento no ha sido uniforme, con ciclos de actividad pronunciados, el actual ritmo de crecimiento sólo se ha superado en dos ocasiones desde mediados de la década de los 70.

... impulsada por la evolución económica general...

Esta progresiva internacionalización ha estado impulsada en buena medida por las fuerzas motrices del proceso más general de globalización económica y comercial. En el desarrollo de la actividad bancaria internacional han influido la necesidad de financiación por la expansión de la actividad económica transfronteriza, así como la prestación de servicios a los negocios internacionales de clientes bancarios tradicionales. Además, la mayor liberalización de la cuenta de capital ha permitido a los prestatarios recibir financiación de intermediarios radicados en el exterior. En numerosos mercados nacionales, las entidades bancarias con sede en otro país aportan una proporción elevada y creciente del crédito total al sector no bancario, bien directamente desde el exterior o a través de su red local de oficinas (véase el Gráfico VII.11). Dentro de las principales economías industriales, la participación de la banca extranjera en el crédito total es mayor en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro que en Japón. En las economías de mercado emergentes, donde los procesos de privatización y consolidación han alterado el panorama bancario, la participación de la banca extranjera ha crecido notablemente en América Latina y Europa, aunque con importantes diferencias por países.

... y factores estructurales concretos

Además, distintos factores estructurales propios del sector financiero han convertido la expansión internacional de las entidades bancarias en un objetivo en sí mismo. Los avances en las comunicaciones y las tecnologías

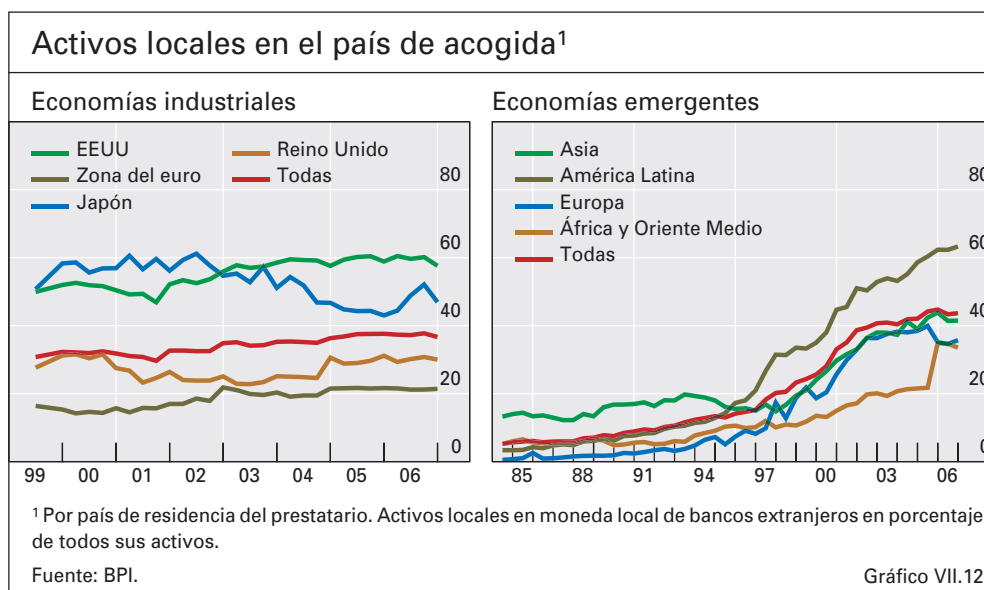


informáticas y las innovaciones en los mercados financieros, así como las mejoras en la medición y la gestión del riesgo, han permitido a numerosos bancos ampliar el ámbito y la escala de sus negocios. Estas tendencias han facilitado el incremento de las actividades internacionales al reducir su coste. Al mismo tiempo, a medida que el crecimiento en los mercados internos alcanzaba su límite debido a los rendimientos decrecientes de la inversión y a la regulación antimonopolio, la expansión internacional se presentaba como la vía más prometedora para las instituciones deseosas de aumentar el tamaño de sus balances.

No resulta fácil describir los patrones mundiales de internacionalización bancaria. Las experiencias difieren entre países y bancos, debido en parte a la influencia de factores históricos e institucionales y también a las diferencias en la estructura y el grado de desarrollo de las distintas economías. Con todo, resulta útil examinar algunas características generales del proceso de internacionalización relacionadas con: la disyuntiva entre mantener presencia local en el exterior y prestar servicios bancarios transfronterizos, los patrones asociados de financiación y concesión de préstamos en moneda local, el creciente tamaño de los mercados interbancarios, y la función desempeñada por los centros bancarios en la canalización de los flujos internacionales de capital.

Un aspecto importante de la actividad bancaria internacional contrapone la operativa basada en oficinas locales en otras jurisdicciones a la operativa transfronteriza desde la sede central. La importancia relativa del crédito internacional canalizado a través de oficinas locales varía notablemente en función del país y a lo largo del tiempo. A finales de la década de los 90, los préstamos de los bancos internacionales realizados a través de oficinas locales representaban en torno a una cuarta parte de sus activos frente al exterior (véase el Gráfico VII.12). Existía no obstante una notable diversidad en función del país del prestatario. Los bancos extranjeros tendían a primar la presencia

Los patrones incluyen...



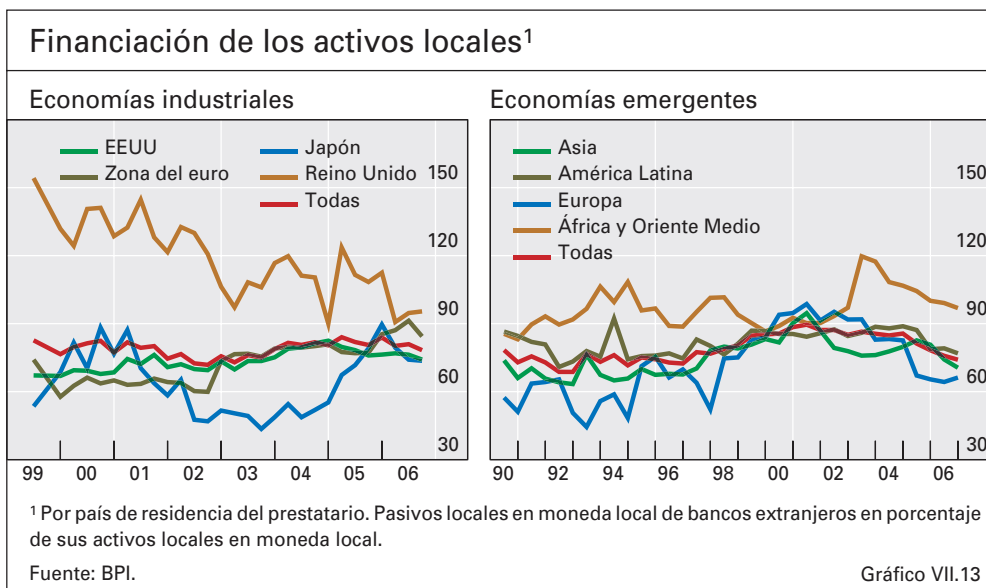
local en Estados Unidos y Japón, mientras que parecían optar por los préstamos transfronterizos dentro de la zona del euro. En las economías de mercado emergentes, la diversidad era mucho menos acusada.

En la mayoría de las áreas económicas, la tendencia común ha sido favorecer de forma creciente la presencia local. Dentro de las economías industriales avanzadas, este fenómeno se ha observado sobre todo en Estados Unidos, donde el crédito concedido a través de oficinas locales ha crecido hasta alcanzar aproximadamente el 60% de los activos totales internacionales. En cambio, en el seno de la zona del euro, los bancos apenas han aumentado su presencia en otros países de la región, y ello pese a la introducción de la moneda única. La creciente relevancia de la presencia local ha tenido como máximo exponente a las economías de mercado emergentes. En el transcurso de la presente década, la proporción de los activos canalizados a través de oficinas locales ha crecido hasta superar el 40% del total. La liberalización del sector financiero y las privatizaciones, con frecuencia realizadas tras las crisis financieras, han facilitado la apertura de sucursales o la adquisición de bancos locales. Con todo, y debido a factores idiosincrásicos, las cifras agregadas esconden notables divergencias entre países. Durante la última década, la propiedad extranjera de la banca ha aumentado sobre todo en el continente americano y en las economías europeas emergentes y en transición, y con menor intensidad en Asia, África y Oriente Medio. Estos datos reflejan una tendencia más general, a saber, la creciente proporción de fusiones y adquisiciones transfronterizas en el sector financiero, tanto en las economías industriales como en las emergentes. En consecuencia, una serie de sistemas bancarios están ahora prácticamente en manos extranjeras, como es el caso de Nueva Zelanda, México y algunos países de Europa central y oriental.

El paso de la banca transfronteriza a grupos bancarios internacionales puede apreciarse en función del grado en que su inversión crediticia local se financie con recursos también locales. Existe una tendencia creciente a que la banca extranjera preste sus servicios en mercados exteriores con depósitos captados localmente a través de sus sucursales en dichos mercados, en

... un giro hacia la presencia local...

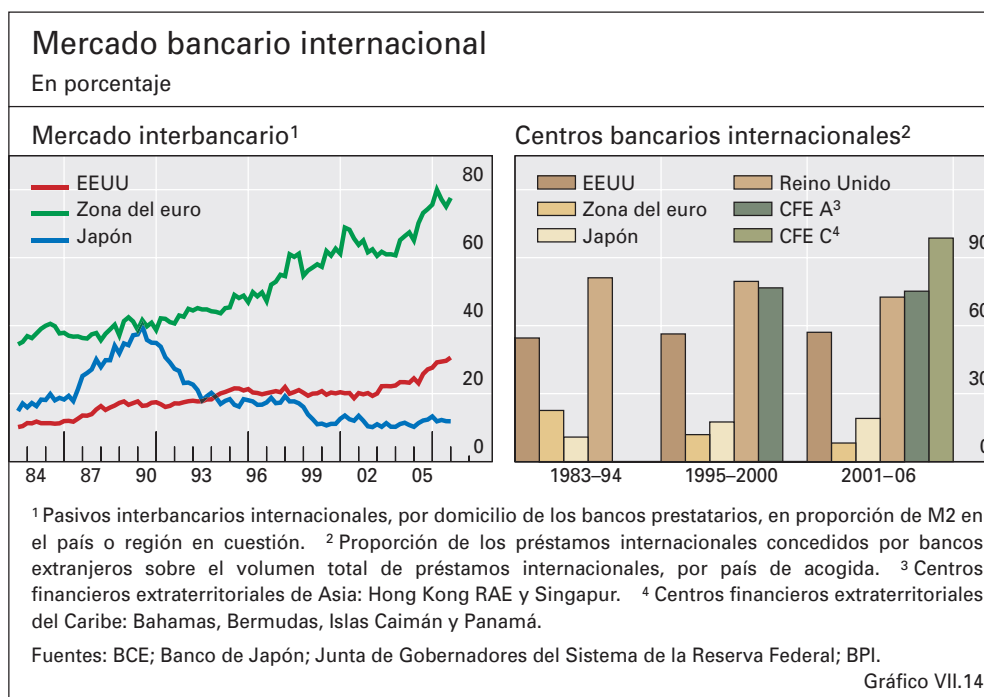
... un mayor énfasis en la captación de fondos locales...



sustitución de los pasivos transfronterizos o los pasivos locales en moneda extranjera. En las economías industriales, el pasivo captado localmente representa en promedio en torno al 80% de los activos locales denominados en moneda local. En el Reino Unido, las sucursales locales han financiado con creces sus préstamos locales en libras mediante la captación local de depósitos en libras, mientras que en el sistema bancario japonés ha ocurrido lo contrario. En las economías de mercado emergentes pudo advertirse una creciente tendencia a la financiación con fondos locales hacia finales de los años 90 (véase el Gráfico VII.13), sobre todo en Europa y Asia, quizá como respuesta a las vulnerabilidades reveladas por la crisis asiática. Desde entonces, la tendencia se ha invertido, según las crisis cambiarias han sido menos frecuentes. La estrategia de aumento equilibrado de los activos y pasivos locales podría obedecer a una serie de motivos, como el interés por un mayor énfasis en la banca minorista (mediante la oferta de hipotecas y tarjetas de crédito a los depositantes nacionales) o la menor vulnerabilidad frente a los desajustes cambiarios y al riesgo de transferencia. Este tipo de activos y pasivos tenderá a crecer en paralelo, tanto si la banca extranjera expande orgánicamente su operativa local como si recurre a adquisiciones transfronterizas de entidades que ya cuentan con una base de depositantes.

Las posiciones frente a otros bancos representan el grueso de los activos y pasivos bancarios internacionales, superando el 60% del total. El segmento interbancario se ha expandido de forma constante en la mayoría de los países, tanto en volumen absoluto como con respecto a los agregados monetarios internos (véase el panel izquierdo del Gráfico VII.14). La operativa interbancaria internacional es especialmente relevante en el caso de la banca europea, sobre todo en la domiciliada en la zona del euro. El mercado interbancario de depósitos de esta zona cobró impulso con la llegada de la moneda única, convirtiéndose en un canal fundamental para la asignación eficiente de liquidez. En cambio, la prolongada debilidad de los bancos japoneses ha conllevado desde mediados de los años 90 un descenso de su participación en el mercado interbancario internacional.

... una creciente operativa interbancaria...



... y la aparición de centros financieros

Aunque el mercado bancario internacional se encuentra bastante diseminado por diferentes jurisdicciones, existe un pequeño número de centros bancarios internacionales que son esenciales para la distribución mundial de fondos. Estos centros se caracterizan por que gran parte de la actividad bancaria internacional allí desarrollada la realizan instituciones cuyas sedes centrales radican en el extranjero. La participación dominante del Reino Unido y de Estados Unidos en la actividad interbancaria refleja el predominio de Londres y Nueva York como centros financieros internacionales. El Reino Unido, en concreto, capta más del 20% de los depósitos interbancarios mundiales, correspondiendo a bancos extranjeros más del 70% de la actividad bancaria internacional total allí desarrollada (véase el panel derecho del Gráfico VII.14). Asimismo, un grupo de países, incluidos algunos centros extraterritoriales de Asia y el Caribe, se han constituido en centros financieros regionales, desempeñando una importante función de intermediación de flujos bancarios entre regiones.

Desafíos de política

La tendencia plantea desafíos...

El proceso de internacionalización de la intermediación financiera conlleva beneficios para los países de origen y para los de acogida, aunque plantea también una serie de desafíos tanto a las propias entidades financieras como a las autoridades económicas de ambos países. Los sistemas financieros de origen y de acogida se benefician de una mejor diversificación de los balances bancarios, tanto en el activo como en el pasivo, y de una mayor estabilidad potencial de las fuentes de financiación de la actividad económica. Los retos son de naturaleza micro y macroeconómica y guardan relación con la gestión de distintos tipos de riesgo derivados de la mayor complejidad de las entidades bancarias con operativa internacional. Para analizar el buen funcionamiento y las vulnerabilidades de las instituciones con presencia internacional, así como

... a bancos y autoridades económicas

la estabilidad de los sistemas financieros abiertos, se requiere la cooperación de las autoridades en el intercambio de información y en la coordinación de las políticas de intervención, con frecuencia en un contexto de incentivos asimétricos.

Perspectiva microeconómica

Para una entidad individual, la mayor internacionalización de las operaciones bancarias conlleva mayor grado de complejidad. La realización de operaciones transfronterizas exige adaptar la operativa a clientes, mercados y culturas prudenciales diferentes, así como coordinar el funcionamiento entre distintas unidades dentro de la organización. Su éxito pasa por un adecuado entramado de culturas corporativas, la armonización de prácticas y la creación de una estructura eficaz de divulgación informativa y control. En ocasiones, la tarea puede complicarse si las unidades de negocio extranjeras antes eran independientes.

Los bancos transfronterizos son más complejos...

Los desafíos que se plantean a las autoridades encargadas de la supervisión prudencial de los bancos con presencia internacional son de alcance similar, aunque de naturaleza distinta, girando en torno a la diferencia de perspectivas entre autoridades de origen y de acogida. Para examinar el buen funcionamiento de estas instituciones y evaluar su perfil de riesgo es absolutamente necesario contar con suficiente información sobre el conjunto de sus actividades y prácticas de negocio. Esto incluye, naturalmente, formarse una opinión sobre los riesgos vinculados a las posiciones internacionales o a los desajustes en la composición por plazos y divisas del balance global de una institución. La cooperación entre las autoridades de origen y de acogida en el intercambio de información, de opiniones y de conocimiento específico sobre el mercado local constituye un componente básico de cualquier mecanismo de supervisión eficaz. Asimismo, las disparidades en el diseño y la aplicación de los instrumentos prudenciales en las distintas jurisdicciones pueden entrar en conflicto con los esfuerzos de un banco para llevar a cabo una gestión integral de su negocio, aprovechando sinergias y oportunidades de diversificación. Un buen ejemplo lo constituyen las diferencias en los criterios de clasificación de activos morosos y en las normas en materia de dotación de provisiones.

... y más difíciles de supervisar...

La complejidad interfiere también en la eficacia de las intervenciones cuando el banco arrastra problemas. El examen de la solvencia de un banco exige formarse una opinión precisa sobre el valor actual y previsible de sus activos y pasivos. La evaluación puntual y certera de las rúbricas ilíquidas u opacas suele ganar mucho cuando la realizan los supervisores locales, lo que subraya la importancia de que las autoridades de distintas jurisdicciones dispongan de canales de comunicación abiertos. Además, el acceso a la ayuda de emergencia estará supeditado a prácticas posiblemente dispares y a conflictos de incentivos entre las diversas autoridades, que preferirán no arriesgar recursos nacionales en apoyo de operaciones y acreedores extranjeros del banco.

... y de gestionar en situaciones problemáticas

La resolución de las crisis se complica también por el hecho de que, en caso de quiebra, las decisiones adoptadas en el proceso de liquidación no

serán ajenas a los intereses nacionales y a las diferentes perspectivas de las partes implicadas. En este sentido, el grado en que deba preservarse la capacidad de intermediación en la jurisdicción de acogida podría ser objeto de controversia, así como el reparto de la carga financiera a través de los fondos públicos comprometidos. El asunto resulta especialmente complejo cuando la distribución de las actividades internacionales del banco afectado da lugar a perspectivas asimétricas entre las autoridades implicadas. Así podría suceder por ejemplo cuando la operativa en el país de acogida fuera modesta en relación con el tamaño del banco internacional, pero importante desde un punto de vista sistémico para el tamaño de la economía local. En este caso, ambas autoridades podrían tener opiniones muy distintas sobre el cierre de la entidad.

Perspectiva macroeconómica

La internacionalización...

La creciente internacionalización de la banca plantea asimismo desafíos desde el punto de vista de la gestión macroeconómica, tanto en el sentido tradicional de control de la liquidez y de los flujos crediticios por parte de la autoridad monetaria, como en cuanto al mantenimiento de la estabilidad general del sistema financiero.

... puede complicar la política monetaria...

La capacidad de los bancos con presencia internacional para gestionar su liquidez y su situación financiera en las distintas jurisdicciones en las que operan podría, en ocasiones, restar eficacia a los instrumentos de política monetaria. En efecto, un acceso más sencillo a la financiación exterior les permite buscar oportunidades de alta rentabilidad durante periodos caracterizados por diferenciales persistentes entre las tasas de interés internacionales, al tiempo que unas estrategias agresivas de concesión de préstamos podrían también ampliar la oferta de crédito más barato a hogares y empresas, aunque a expensas de un riesgo de tipo de cambio mucho más elevado y difícil de percibir. Estas prácticas pueden menoscabar la eficacia de los instrumentos de política monetaria y frustrar el logro de los objetivos establecidos por las autoridades. Lo ocurrido en economías de Europa central y oriental, donde la expansión del crédito se había mantenido hasta fechas recientes pese a los esfuerzos de los bancos centrales por contenerla, es un buen ejemplo de ello. Esto ha disparado la demanda interna, ha sostenido la pujanza del mercado de la vivienda, y ha contribuido al incremento de los déficits por cuenta corriente.

... y la gestión del riesgo sistémico

Igualmente, desde una perspectiva macroprudencial, la existencia de bancos con presencia internacional dificulta la aplicación de las políticas de estabilidad financiera. Tratándose de la vigilancia de vulnerabilidades, estas dificultades afectan casi por igual a las autoridades de origen y de acogida. Tanto unas como otras han de evaluar escenarios potenciales que incluyen la evolución de las economías donde los bancos con presencia local realizan operaciones importantes. Frente a ello, el empleo de herramientas prudenciales para evitar prácticas imprudentes plantea cuestiones de control e incentivos. Las medidas de ámbito local pueden resultar ineficaces si una proporción importante de la actividad bancaria nacional se encuentra en manos de instituciones eminentemente internacionales. Asimismo, la coordinación

entre autoridades prudenciales puede verse entorpecida por diferencias de perspectiva si las operaciones en el país de acogida no representan más que un pequeño componente de la actividad general de estas instituciones. Por otro lado, la gestión y resolución de crisis sistémicas debe hacer frente a los obstáculos antes señalados para las instituciones individuales, a saber, la disponibilidad de información puntual y de calidad, la complejidad operativa y jurídica, así como los conflictos de intereses entre las autoridades participantes. La situación se complica aún más por las discrepancias entre las exigencias de las distintas autoridades sobre los recursos de las entidades y la distribución de los eventuales costes fiscales de reestructuraciones.

En vista de estos desafíos para las políticas, se han tratado de crear estructuras que faciliten la evaluación del riesgo de los grupos bancarios con presencia internacional y de mejorar la gestión de crisis. Ejemplos concretos de ello son la creación de mecanismos bilaterales y multilaterales a través de foros periódicos, así como el establecimiento de pautas de actuación y otros canales de comunicación que ayuden a evaluar de forma conjunta la situación de estos bancos. Los trabajos realizados adoptan con frecuencia la forma de declaraciones de intenciones (*memorandum of understanding*, MoU) entre las autoridades pertinentes, aunque su carácter puede ser también más informal, si bien no por ello necesariamente menos provechoso. La elaboración de normativas reguladoras internacionales constituye un paso importante en pos de una mayor coherencia de los marcos prudenciales entre distintas jurisdicciones. Aunque las normativas se centran en el diseño de mecanismos reguladores, como los estándares de capital y los criterios para la dotación de provisiones, también contribuyen a conformar una cultura supervisora común mediante una aplicación basada en las mejores prácticas. Por último, las estructuras creadas con el fin de mejorar los flujos de información a efectos de seguimiento también se han utilizado para debatir y planificar actuaciones en caso de tensiones sistémicas. Es posible que estos debates resulten necesariamente más informales, dada la complejidad de los factores implicados y la preocupación que genera el riesgo moral.

Pese a los progresos realizados hasta ahora, muchos aspectos aún exigen proseguir con la labor. Esto obedece no sólo a la complejidad de las circunstancias en que puedan hallarse los distintos bancos o del marco institucional existente en determinadas jurisdicciones, sino también a que la naturaleza de los desafíos para las políticas está cambiando a medida que evoluciona la ciencia económica en lo referente a la banca transfronteriza.

Las autoridades económicas han venido abordando estas cuestiones

Margen de progreso futuro

VIII. Conclusión: ¿vale más prevenir que curar?

La Economía no es una ciencia exacta, o al menos no en el sentido de que al repetir un experimento se produzca siempre el mismo resultado. Así, las previsiones económicas a menudo yerran por amplio margen —sobre todo, en los puntos de inflexión de los ciclos—, al conspirar con frecuencia datos inadecuados, modelos deficientes y perturbaciones aleatorias para producir resultados insatisfactorios. Más difícil aún es la tarea de asignar probabilidades a los riesgos ligados a esas previsiones. De hecho, resulta tan difícil que no pecaríamos de exagerados al afirmar que nos enfrentamos, no tanto a un mundo en el que simplemente hay riesgo como a uno fundamentalmente incierto, donde las probabilidades no pueden calcularse.

En este sentido, la Historia Económica resulta de gran utilidad. La Gran Inflación de la década de los 70 cayó por sorpresa entre la mayoría de analistas y autoridades económicas, al igual que el ritmo de desinflación y la consiguiente recuperación económica cuando consiguió hacerse frente al problema. De forma similar, prácticamente nadie vio venir la Gran Depresión de los años 30 ni las crisis que afectaron a Japón y al sudeste asiático a principios y finales de los años 90 respectivamente. De hecho, cada fase contractiva estuvo precedida por un periodo de crecimiento no inflacionario suficientemente exuberante como para llevar a los analistas a anticipar el advenimiento de una «nueva era». También cabe citar sorpresas similares a escala más microeconómica. Por ejemplo, en torno al momento de la quiebra del LTCM en 1998, este fondo se enfrentó en varios mercados a perturbaciones de precios casi 10 veces superiores a lo que habría cabido esperar a juzgar por el pasado. Por tanto, todas sus suposiciones de base —que estaba adecuadamente diversificado, gozaba de amplia liquidez y se hallaba bien capitalizado— resultaron estrepitosamente erróneas.

Aunque habrá muchos que sostengan que nuestra comprensión de los procesos económicos ha mejorado gracias a estas experiencias, no es tan fácil probar dicho argumento. Considérese, por ejemplo, la forma típica en que los economistas de los bancos centrales suelen elaborar previsiones sobre la inflación futura sirviéndose de modelos econométricos que explican la interacción entre precios y salarios. Para obtener resultados precisos, debe responderse correctamente al menos a cinco preguntas: ¿Cuál es la mejor forma de medir el exceso de capacidad en la economía nacional? ¿Cuál es la tendencia de la tasa de crecimiento de la productividad? ¿Se circunscriben las influencias externas sólo a los precios de las importaciones? ¿Vienen los salarios determinados por las expectativas sobre los precios futuros o por la evolución pasada de éstos? Por último, si son las expectativas las que tiene importancia, ¿influye en ellas la credibilidad de los bancos centrales o algún

otro factor como la inflación real o incluso la percibida? Cada una de estas preguntas es objeto actualmente de acalorados debates y, si se consideran otras variables económicas, el grado de desacuerdo sobre cuestiones no menos fundamentales es igual de alto.

Ciertamente, en vista de los enormes y constantes cambios estructurales, no es difícil aducir que los procesos económicos se entienden hoy quizás incluso menos que en el pasado. En el ámbito de la economía real, una combinación de progreso tecnológico y globalización ha revolucionado la producción. Por el lado financiero, los nuevos actores, instrumentos y actitudes han resultado igualmente revolucionarios. Y en el aspecto monetario, la progresiva independencia de los bancos centrales ha cambiado drásticamente su manera de actuar y de comunicarse con el público. En vista de todos estos cambios, ¿quién podría defender seriamente que todo sigue igual?

Existe además especial incertidumbre en torno a la política monetaria. Por más que el compromiso de los bancos centrales con la estabilidad de precios nunca ha sido tan rotundo, el papel que desempeñan el dinero y el crédito es cada vez más debatible a la luz de la incertidumbre reinante en torno al proceso de inflación, tal y como se mencionó anteriormente. Para algunos bancos centrales, y de hecho para muchos académicos de primera fila, ni el dinero ni el crédito son de utilidad en la gestión de la política monetaria. Para otros, en cambio, el crecimiento demasiado rápido de estos agregados presagia o bien inflación, o bien un ciclo de auge y desaceleración de origen financiero con sus propias características indeseables.

Así las cosas, no es probable que las opiniones de los bancos centrales ni las de los mercados sean infalibles, lo cual tiene importantes implicaciones. La implicación para los mercados es que deben continuar pensando por sí mismos, pues limitarse a mirarse en el espejo de las convicciones de los bancos centrales podría resultar una estrategia peligrosa. La implicación para las autoridades económicas es que deberían seguir esforzándose por mejorar la solidez del sistema para reaccionar ante las inevitables e inesperadas perturbaciones.

Cuestiones que preocupan a las autoridades económicas

La previsión de consenso para la economía mundial, obtenida a través de encuestas a economistas, anticipa la continuación del intenso crecimiento reciente, la relativa contención de la inflación mundial y la gradual moderación de los desequilibrios por cuenta corriente mundiales. En cuanto a los mercados financieros, el consenso para 2007 apunta al mantenimiento de las tasas de interés a largo plazo en torno a los niveles actuales. Como no podía ser menos, esto supone de forma implícita que no se producirán inestabilidades geopolíticas ni perturbaciones financieras tan significativas como para afectar a la economía real.

De cara al corto plazo, tendría sentido vaticinar que el futuro será en gran medida como el pasado. De hecho, un examen atento de los errores de predicción en años recientes permitiría concluir que existen motivos para ser incluso más optimistas. El crecimiento real ha sido en general mayor de lo

esperado, al tiempo que la inflación ha tendido a mantenerse en línea con lo previsto, y ello pese al fuerte encarecimiento de las materias primas durante el último año. Las tasas de interés a largo plazo también se han situado sistemáticamente por debajo de los niveles anticipados. Dado que los errores de predicción suelen ser bastante recurrentes, cabría esperar con cierta confianza que continúen las buenas noticias. Sólo respecto a los desequilibrios del comercio mundial ha resultado la realidad mucho peor de lo esperado, pero incluso en este caso y como ya se comentó en la Introducción de este Informe Anual, se observan indicios de mejora.

Sin embargo, no es difícil identificar incertidumbres que podrían desbaratar esta previsión de corto plazo o que podrían producir resultados menos favorables en el largo plazo. Más adelante se identifican y analizan algunos de estos aspectos por separado, aunque bien podrían estar interrelacionados. Como se describirá en la siguiente sección, quienes más atención prestan a estas interrelaciones suelen señalar las condiciones financieras acomodaticias como el hilo conductor entre estas fuentes de inquietud.

Una primera incertidumbre está relacionada con el posible repunte de la inflación mundial y, potencialmente, de las expectativas de inflación. Las estimaciones de la brecha de la capacidad productiva en la mayoría de los principales países industriales indican que éstos se están aproximando al límite de su capacidad potencial o bien ya lo han alcanzado. Las presiones desinflacionistas procedentes de las economías emergentes también parecen estar reduciéndose debido a las extraordinarias tasas de crecimiento económico interno en algunos casos. En China en concreto, en los últimos meses se ha hecho cada vez más evidente que las medidas para frenar la economía aún no han surtido efecto. En parte como consecuencia de ello, las constantes y pronunciadas subidas de los precios mundiales de la energía y otras materias primas no dan muestras de estar remitiendo, y comienza a cuestionarse la capacidad de las empresas para seguir compensando esos mayores costes mediante ahorros en otras áreas. Por último, muchos consideran igualmente preocupante el hecho de que los agregados monetarios y crediticios también hayan crecido muy rápidamente, en particular en países como China, que intervienen en los mercados cambiarios para frenar la apreciación de su moneda.

Teniendo en cuenta el papel aún clave de Estados Unidos en la economía mundial, a corto plazo preocupa el posible impacto inflacionario de los aumentos salariales y descensos de productividad cíclicos. Además, es necesario tener en cuenta dos consideraciones a medio plazo. En primer lugar, la relación entre los precios de la vivienda y los alquileres por arrendamiento ha alcanzado un máximo histórico. A menos que la vivienda se abarate significativamente, la normalización de esa relación entrañaría un eventual encarecimiento de los alquileres, que impactaría de lleno en el IPC registrado. Además, si se quieren corregir los desequilibrios comerciales mundiales, podría requerirse una depreciación adicional y tal vez sustancial del dólar. Hasta ahora, los menguantes márgenes de los importadores estadounidenses, unidos a incrementos de la productividad, han bastado para

contener el traslado de esta depreciación del dólar a los precios, pero aún está por ver si así seguirá ocurriendo.

Desde este prisma, la reciente desaceleración de la economía estadounidense debe considerarse positiva. Sin embargo, conforme avanzaba 2006, comenzó a temerse que esta desaceleración pudiera llegar a ser «demasiado» positiva. La atención de los mercados financieros se centró en un primer momento en el mercado estadounidense de hipotecas a prestatarios de baja calidad crediticia, pero la cuestión subyacente va mucho más allá. La tasa de ahorro de los hogares de Estados Unidos se situó temporalmente en números rojos, ya que el lento crecimiento de los salarios no proporcionó el respaldo necesario al notable incremento del gasto de consumo y de inversión en vivienda. Las facilidades para obtener crédito, sobre todo hipotecario, alentaron tanto mayores niveles de endeudamiento como un aumento en los precios de la vivienda. A su vez, dicha revalorización proporcionó las garantías necesarias para justificar más préstamos, así como la percepción de un incremento de la riqueza que justificaba incurrir en mayores gastos.

La preocupación reside en que esta situación pueda dar un giro de 180 grados. Los niveles de servicio de la deuda ya son elevados y las tasas de interés de los préstamos hipotecarios podrían subir aún más. Bastaría con que el precio de la vivienda dejara de aumentar —algo que de hecho puede haber ocurrido ya— para que se redujera tanto el recurso al crédito como la sensación de confianza derivada de incrementos de la riqueza. Asimismo, si el sector de la construcción comienza a reducir puestos de trabajo como repuesta a una mayor caída en el número de viviendas iniciadas, entonces los ingresos salariales, la seguridad laboral y los niveles de confianza podrían verse aún más afectados. Si también se contrajera la inversión empresarial, ya inexplicablemente baja teniendo en cuenta los elevados beneficios y el bajo coste de financiación, esto podría sentar las bases de una desaceleración mayor, y tal vez nada deseable, de la economía estadounidense.

Siendo éste el riesgo, no debe olvidarse que en Estados Unidos el endeudamiento de los hogares expresado en porcentaje de la renta familiar lleva décadas elevándose, sin que ello haya comprometido seriamente la confianza de los consumidores. El gasto de consumo también podría verse impulsado por incrementos salariales más rápidos. La participación de los salarios en el PIB se encuentra en niveles secularmente bajos y podría repuntar. Además, Estados Unidos se halla en esa «fase final» del ciclo en la que el desempleo es bajo y la remuneración normalmente tiende a incrementarse. No obstante, esa posibilidad también podría acarrear consecuencias indeseables. Como se ha mencionado antes, las presiones inflacionistas podrían aumentar o, si las exigencias salariales hicieran mella en los márgenes de beneficio de las empresas, las expectativas sobre los mercados bursátiles podrían verse defraudadas, con posibles implicaciones tanto para los precios de los activos como para la inversión empresarial.

Si la desaceleración de la economía estadounidense fuera sustancial, la pregunta clave sería cómo se verían afectadas otras economías. Por un lado, la demanda interna se ha afianzado recientemente en la zona del euro y en Japón, así como en algunas economías de mercado emergentes. Además,

a diferencia de la desaceleración ligada al sector de tecnología informática (TI) de finales del siglo pasado, no se ha producido un auge industrial sincronizado que pudiera desplomarse repentinamente a escala internacional. La continuidad del crecimiento mundial también viene respaldada por la decreciente proporción de las exportaciones hacia Estados Unidos en un contexto de incremento del comercio internacional.

Por otro lado, tanto en Alemania como en Japón, la reactivación de la demanda interna se ha materializado de forma abrumadora en inversión empresarial, impulsada a su vez por la vigorosa demanda de exportaciones. Lo mismo puede decirse de China, cuyo primer ministro Wen Jiabao ha tachado la tasa de crecimiento económico de «inestable, desequilibrada, descoordinada e insostenible». Además, aun cuando no exista un ciclo económico sincronizado, la confianza de los empresarios de todo el mundo podría verse afectada por una acusada corrección en Estados Unidos. Si bien las exportaciones directas a este país pueden haber disminuido en porcentaje del total mundial, un componente principal de este último ha consistido en importaciones destinadas al ensamblaje en China. En este sentido, la exposición indirecta de numerosas economías asiáticas a un menor crecimiento estadounidense aún podría ser significativa. Por último, conviene reseñar que Estados Unidos no es en modo alguno el único país que depende del consumo basado en endeudamiento, ya que algunos países presentan incluso tasas de ahorro de los hogares muy negativas, lo que constituye una vía adicional de contagio potencial.

A las incertidumbres a corto plazo sobre la inflación y el crecimiento hay que añadir distintas preocupaciones a medio plazo, en particular los persistentes y sustanciales desequilibrios comerciales mundiales. ¿Es éste un problema que requiera una respuesta en forma de políticas para reducir la probabilidad de eventuales oscilaciones considerables y tal vez bruscas de los tipos de cambio? ¿O puede más bien conjeturarse que en el futuro próximo podrá seguir recurriéndose a las entradas de capital para financiar estos déficits, en condiciones no excesivamente diferentes de las actuales?

Los países con elevados déficits comerciales suelen ser aquéllos cuya demanda interna ha crecido relativamente rápido y cuyas tasas de interés son por tanto relativamente altas. En principio, la moneda de esos países debería depreciarse, permitiendo con ello que los déficits externos se redujesen a medida que la demanda interna comenzase a aminorar bajo la influencia de tasas de interés más altas. En la práctica, desafortunadamente, estas tasas relativamente elevadas a menudo atraen entradas de capital privado de tal magnitud que provocan la apreciación de la moneda (en vez de su depreciación) y subidas de precios de los activos nacionales, lo que a su vez alienta el gasto (en vez de reducirlo). Ambas circunstancias producirían un empeoramiento adicional del déficit comercial. Algo así ocurrió en Estados Unidos hasta 2001, y de hecho la segunda circunstancia aún continúa presente. Además, en los últimos años se han producido una serie de variaciones en el contexto de este proceso de *carry trade*, con efectos aún más drásticos para economías pequeñas como Nueva Zelanda y algunos países de Europa central y oriental. En muchos casos, incluidos algunos países cuyas variables económicas

fundamentales han mejorado significativamente, ha crecido el temor a que una reversión brusca de dichos flujos de capital pudiera complicar de forma notable la gestión macroeconómica.

La naturaleza del déficit estadounidense es muy peculiar, debido principalmente al papel del dólar como moneda de reserva. Así, la significativa reducción a partir de 2001 de las entradas de capital del sector privado quedó compensada por los influjos de fondos públicos, por lo que al final tan sólo se produjo una depreciación gradual del dólar, que aunque tuvo la ventaja de ser bastante manejable, la desventaja es que no se ha producido una reducción apreciable del déficit comercial estadounidense. Si a esto añadimos el progresivo deslizamiento de la cuenta de servicios de la balanza de pagos hacia el déficit y la creciente magnitud de la posición deudora externa, el dólar sigue siendo claramente vulnerable a una pérdida de confianza repentina del sector privado y a los previsibles incrementos de las primas de riesgo en los mercados financieros. Aunque hasta cierto punto esto sería positivo como parte del proceso de ajuste externo, también podría agravar al mismo tiempo tanto las presiones inflacionistas a corto plazo como los riesgos de una corrección más grave.

La fiabilidad de las entradas procedentes del sector público también se ha vuelto más incierta, al menos por dos motivos. En primer lugar, países distintos de Estados Unidos podrían mostrarse cada vez más dispuestos a reducir sus intervenciones en los mercados de divisas y permitir que sus monedas se revalorizaran, entre otras razones por el deseo de limitar las eventuales pérdidas de una exposición creciente al riesgo cambiario. Otro motivo, probablemente más importante, son las crecientes señales de distorsiones internas asociadas con la intervención cambiaria y con políticas monetarias permisivas cuyo efecto ha sido mantener bajos los tipos de cambio. Las autoridades de China, Japón y una serie de países productores de materias primas ya han expresado públicamente su gran preocupación por las excesivas inversiones de capital y las posibles ineficiencias al asignar recursos en sus respectivos países. Además, como ya se ha mencionado, en algunos países se están intensificando las presiones inflacionistas y la esterilización parece ser cada vez más difícil.

La segunda amenaza potencial es que los titulares de grandes carteras de reservas comenzaran a reducir su proporción de reservas nuevas denominadas en dólares estadounidenses. Por un lado, el principio de la paridad de interés no cubierta implica que, en un horizonte temporal suficientemente amplio, los rendimientos no aumentarían con esa estrategia, lo que iría en contra del reequilibrio en carteras mantenidas aún principalmente en dólares. Por el otro, la varianza de esos rendimientos, medida en moneda local, podría reducirse si las divisas que componen la cartera se eligieran con ese objetivo en mente. Aún está por ver si la preocupación por la variabilidad de los rendimientos sería motivo suficiente para reducir de forma significativa el porcentaje de reservas de dólares y si esta clase de actuaciones oficiales afectaría sustancialmente a los tipos de cambio, siempre que el sector privado no siguiera esta línea de forma generalizada. Lo que es más seguro es que los gestores de reservas, a medida que vayan centrándose más en maximizar

los rendimientos, se sentirán atraídos por las monedas de aquellos países que les proporcionen acceso fácil al capital accionario y a otros instrumentos que les permitan alcanzar ese objetivo.

El último grupo de preocupaciones a medio plazo está relacionado con vulnerabilidades potenciales de los mercados financieros y sus posibles repercusiones en las instituciones financieras. Tal y como se mencionó en la Introducción, los precios de casi todos los activos han mostrado una tendencia al alza casi ininterrumpida desde mediados de 2003. Para algunos analistas, no resulta difícil identificar razones plausibles que justifiquen los aumentos de precio de determinados activos y que, por lo tanto, incrementen la probabilidad de que se mantengan. Por ejemplo, los diferenciales de riesgo soberano tan estrechos son congruentes con claras mejoras en materia de buen gobierno y política macroeconómica en numerosos países. Las primas comparativamente reducidas que se exigen a la deuda corporativa de alto riesgo reflejan los altos beneficios y las bajas tasas de incumplimiento de los últimos años. Las primas por plazo sorprendentemente bajas podrían ser el resultado de la ausencia de volatilidad que desde hace un tiempo vienen registrando las principales variables macroeconómicas. Los precios de las materias primas y de las obras de arte reflejan la nueva demanda procedente de mercados de reciente emergencia, al tiempo que el encarecimiento de la vivienda prácticamente a escala mundial puede atribuirse a la reducción de las tasas hipotecarias a largo plazo.

Sin embargo, dada la dificultad que entraña hacer valoraciones a largo plazo, también podría sugerirse que la reacción del mercado a las buenas noticias tal vez haya sido «irracionalmente exuberante». Parece existir una tendencia natural en los mercados a que los éxitos pasados conlleven un aumento de la asunción de riesgo, del apalancamiento, de la financiación, de los precios, de las garantías y, con ello, que se asuma más riesgo. En los últimos años todo lo anterior se ha manifestado en episodios intermitentes de volatilidad financiera cada vez más breves. La capacidad de recuperación de los mercados ante sucesivas perturbaciones parece haber extendido la idea de que unos precios más bajos constituyen una oportunidad de compra. El peligro de esos procesos de mercado endógenos es que al final pueden —y de hecho deben— revertirse en caso de una sobrevaloración de los fundamentos sobre los que se asientan las valoraciones. Además, si se agotase la liquidez y aumentasen las correlaciones entre los precios de los activos, preocuparía que los precios también pudieran sobrereaccionar a la baja, algo que ya se ha producido antes en numerosas ocasiones.

La pregunta obvia entonces es quién podría resultar perjudicado si los acontecimientos tomaran ese curso. Los grandes bancos comerciales y de inversión parecen estar bien capitalizados y muchos han estado cosechando beneficios récord, al tiempo que se han interesado como nunca por la gestión del riesgo. No obstante, los mercados ya deben de haber identificado algún motivo de preocupación, pues los CDS (*swaps* de incumplimiento crediticio) de algunos de los emisores más conocidos han estado cotizando recientemente con primas por riesgo superiores a las que les corresponderían por sus calificaciones crediticias. Un área de preocupación está relacionada con

el riesgo de mercado y el apalancamiento. Los balances han crecido significativamente, e incluso las medidas del valor en riesgo han permanecido constantes pese al descenso sustancial de la volatilidad registrada. Otro posible temor, ligado a la estrategia de «originar y distribuir» el riesgo, es que los originadores se vieran con una cantidad ingente de activos que se depreciaran durante periodos turbulentos. En este sentido, no es buena señal que los bancos, además de conceder préstamos puente, se presten ahora cada vez más a participar de forma transitoria en el capital de empresas (capital puente) para apoyar el aún creciente número de fusiones y adquisiciones empresariales. Otra preocupación estrechamente ligada a lo anterior radica en la posibilidad de que los bancos hayan mantenido, intencionadamente o no, un alto nivel de riesgo crediticio en sus balances.

Suponiendo que los grandes bancos hayan conseguido distribuir más ampliamente el riesgo inherente a los préstamos que han concedido, falta por saber quién detenta ahora esos riesgos y si podrán gestionarlos adecuadamente. Lo cierto es que la respuesta definitiva a estos interrogantes aún no la sabemos. Gran parte del riesgo se ha incorporado a diversas clases de títulos garantizados por activos, cada vez más complejas y opacas. Esos títulos han sido adquiridos por toda una serie de bancos más pequeños, fondos de pensiones, compañías de seguros, *hedge funds*, otros tipos de fondos e incluso particulares, que se han animado a invertir alentados por las calificaciones generalmente altas concedidas a tales instrumentos. Lamentablemente, dichas calificaciones reflejan tan sólo las pérdidas crediticias esperadas y no la probabilidad, inusualmente alta, de que se produzcan acontecimientos muy infrecuentes pero que podrían afectar sobremanera a los valores de mercado. Los *hedge funds* podrían ser los más expuestos, dado que muchos de ellos han tendido a especializarse en comprar las variantes más arriesgadas de estos instrumentos, por lo que su apalancamiento implícito puede ser muy alto.

Por definición, no es posible combinar todas estas incertidumbres y formular una predicción concreta. Antes bien, si se considera que los diversos resultados posibles podrían interactuar de diferentes formas, dichas interacciones podrían materializarse en una miríada de escenarios distintos. No obstante, debe advertirse que en cada tipo de preocupación subyace un factor común: las condiciones financieras tan acomodaticias mencionadas en la Introducción. Por más que esta observación no ponga en tela de juicio las previsiones de consenso *per se*, debiera servir al menos para recordar que acontecimientos poco probables pero con una repercusión potencialmente enorme para la economía mundial pueden llegar a acarrear en algún momento costes mucho mayores de lo que normalmente se supone.

Retos para la formulación de una política de respuesta

Los bancos centrales se enfrentan a una serie de difíciles e importantes preguntas, para las que no existen respuestas de antemano. La primera tiene que ver con el papel que deben desempeñar los agregados monetarios y crediticios en la formulación de la política monetaria. La segunda, muy

relacionada con la anterior, es si, suponiendo que puedan producirse ciclos de auge y desaceleración ocasionales provocados por el crédito, el sector público debería prevenir la acumulación de desequilibrios o simplemente reaccionar ante ellos a posteriori.

Por lo que respecta a la primera cuestión, cabe identificar tres escuelas de pensamiento, cada una de ellas con al menos algunos adeptos en la mayoría de los bancos centrales. Una primera escuela enfatiza los efectos a corto plazo sobre la inflación de las «brechas» entre la oferta y la demanda agregadas, y atribuye en buena medida las tendencias de la inflación a más largo plazo a las expectativas sobre estas brechas. Por lo general, este grupo considera menos importante el papel de los agregados monetarios y crediticios. Una segunda escuela concede más importancia a la influencia de la evolución monetaria sobre las tendencias de inflación a más largo plazo. En la práctica, esto implicaría mantener el énfasis en la influencia que ejercen sobre la inflación las brechas entre la oferta y la demanda, pero contrastando sistemáticamente con los datos monetarios sus consecuencias para las políticas. Por último, una tercera escuela atribuye también gran importancia a la evolución monetaria, pero sobre todo a la crediticia, aunque por razones diferentes. Los partidarios de esta escuela se inquietan cuando ven crecer con rapidez los agregados mientras suben los precios de los activos, máxime si también se observan desviaciones sustanciales y sostenidas de los patrones de gasto respecto a la norma. Admiten que el resultado a medio plazo podría ser inflación creciente, aunque temen bastante más que un ciclo de auge y desaceleración pudiera tener costes económicos significativos, que a la larga podrían incluir la indeseable deflación.

Tanto la experiencia histórica como las modas intelectuales han influido en estas divergencias. Los defensores de la primera escuela aducirían que las previsiones de inflación basadas en la metodología de las brechas han demostrado ser razonablemente exactas en numerosos países y durante muchos años. Su rechazo a conceder al dinero cualquier función más formal se debe en parte al fallido experimento «monetarista» de los años 70, pero también al fracaso de las estimaciones econométricas a la hora de establecer relaciones estables de causalidad con la inflación en sus países. Los defensores de la segunda escuela de pensamiento argumentarían que su creencia en un nexo entre dinero e inflación está bien enraizada en la teoría. Más aún, el Deutsche Bundesbank y el Banco Nacional de Suiza plasmaron durante décadas esa opinión en eficaces políticas antiinflacionistas. En la tercera escuela influyeron no sólo la teoría del ciclo económico previa a la Segunda Guerra Mundial, sino también la tortuosa experiencia de auges y desaceleraciones a que se hacía referencia anteriormente.

Aunque las modas pasan, la influencia de la segunda y tercera escuelas parece haber ido en aumento. En los últimos años, algunos bancos centrales, al elevar las tasas de interés oficiales, han hecho referencia a las inquietudes derivadas del intenso crecimiento del crédito y de los precios de los activos. Otros bancos centrales han anunciado su intención de ampliar el horizonte temporal habitual de sus políticas para poder evaluar mejor todos los posibles efectos derivados de las mismas. Por último, en casi todos los bancos centrales

se oye hablar de «normalización» de las tasas de interés oficiales, un concepto que implica por lógica que la idoneidad de las políticas no puede juzgarse únicamente atendiendo a su impacto a corto plazo.

Tras este cambio se encuentra una serie de influencias. En todas partes se ha hecho más difícil prever la inflación a partir de las metodologías tradicionales, por lo que los bancos centrales buscan ahora nuevas guías, como el uso de agregados monetarios y crediticios. De hecho, los estudios elaborados por algunos bancos centrales han identificado recientemente lo que parece ser una relación fiable entre sus agregados monetarios y la inflación para periodos prolongados. Además, con el paso del tiempo, las nuevas crisis y los análisis más exhaustivos de las anteriores han proporcionado evidencia empírica con la que respaldar los argumentos concretos que despiertan preocupación en el caso de la tercera escuela. Por último, a medida que ha ido constatándose que la economía mundial se caracteriza por numerosos desequilibrios y por el aplanamiento de la curva de Phillips a corto plazo, también se han revisado al alza las pérdidas económicas potenciales de una nueva etapa contractiva. En suma, cualquier equivocación en las políticas aplicadas tiene ahora mayores consecuencias. Todos estos factores han fomentado el debate e incluso han llegado a propiciar cambios de parecer.

Una segunda pregunta, para la que caben diversas respuestas, es cuál es la mejor manera de lidiar con el aparente carácter procíclico del sistema financiero. ¿Deberían adoptarse en ocasiones políticas restrictivas en la fase expansiva del ciclo, incluso en ausencia de presiones inflacionistas? Y, en tal caso, ¿cómo? ¿O deberían más bien aplicarse políticas más expansivas en la subsiguiente fase contractiva? Y, si fuera así, ¿cómo? O bien, en vista de las lagunas de comprensión y las limitaciones de cada uno de los instrumentos de política de que se dispone, ¿no sería mejor hacer ambas cosas a la vez, utilizando para ello diversos instrumentos de forma simultánea? Ante la imposibilidad de dar marcha atrás en el proceso de desregulación de los mercados financieros, algo que acabaría por crear numerosas ineficiencias perjudiciales, esta manera más pragmática de afrontar el carácter procíclico del sistema financiero podría resultar muy recomendable.

El principal argumento a favor de una política monetaria más restrictiva en la fase ascendente del ciclo es que moderar los excesos en el comportamiento económico y financiero contendría los costes en la fase de corrección. Por supuesto, este enfoque conlleva ciertas dificultades de orden práctico. ¿Cómo pueden las autoridades económicas determinar que los desequilibrios se están acumulando hasta el punto de hacer necesaria su actuación? ¿Qué grado de restricción sería necesario para moderar la euforia del mercado? ¿Podrían las medidas adoptadas dañar seriamente a sectores de la economía a los que no hubiera afectado esa euforia? Esos interrogantes se han planteado con toda razón en repetidas ocasiones en relación con los obstáculos que tendrían que salvar los bancos centrales si se fijaran como objetivo los precios de los activos. Pero no es eso lo que aquí se sugiere. Se trata más bien de reaccionar cuando distintos indicadores —no sólo los precios de los activos, sino también el crecimiento del crédito y los patrones de gasto— se comporten

simultáneamente de un modo que sugiera un incremento del riesgo. En principio, semejante configuración de sucesos sería más infrecuente y fácil de identificar. Es más, cuanto más se extendiese la euforia, menos preocuparía que una política más restrictiva pudiera tener efectos secundarios en sectores hasta entonces no afectados.

Dicho esto, las economías pequeñas —y cada vez más las que no lo son tanto— abiertas tendrán especiales dificultades con esta recomendación si sus tasas de interés relativamente altas atraen grandes flujos de capitales. Éstos, a su vez, pueden generar pronunciadas apreciaciones de los tipos de cambio, así como condiciones internas de crédito más acomodaticias, en vez de menos. Ambas circunstancias pueden exacerbar durante algún tiempo los desequilibrios subyacentes que inquietan a las autoridades económicas, como recientemente sucedió en Nueva Zelandia y Tailandia. Una respuesta deseable podría ser una política fiscal más restrictiva, pero si ésta sólo lograra incrementar la confianza en el país, podría acabar atrayéndose aún más capital. En cualquier caso, tal medida no siempre resulta fácil de aplicar a nivel político, pues el incremento inesperado de la recaudación impositiva asociado con esas fases expansivas suele hacer que, para empezar, la posición fiscal del Gobierno parezca excesivamente conservadora. A más largo plazo, la recurrencia de dificultades de este tipo podría llevar a cuestionar la viabilidad de algunas monedas menos importantes. De hecho, algo así ocurrió en Europa cuando se relajaron las restricciones sobre los flujos internacionales de capitales en la década de los 80.

Ante dificultades extremas de este tipo, varias economías más pequeñas han recurrido a medidas administrativas para fomentar la restricción del crédito. Se ha experimentado con diversas formas de control de capitales, mayores requerimientos de reservas bancarias, cambios en la ponderación de los riesgos, relaciones préstamo/valor menores y otras medidas, aunque sin demasiado éxito. En cualquier caso, todas las disposiciones administrativas de ese tipo suelen incitar a la evasión con el paso del tiempo.

No obstante, aun reconociendo estas dificultades prácticas, los costes que podrían derivarse de los problemas subyacentes resaltan la necesidad de que las autoridades monetarias y reguladoras nacionales cooperen en el futuro de modo más sistemático de lo que ha sido habitual hasta ahora. Basándose preferiblemente en información mejor que la actual sobre la exposición al riesgo de los hogares, del sector empresarial y de los bancos, debería alcanzarse un acuerdo a priori sobre qué podrían hacer las respectivas autoridades económicas para mitigar los riesgos asociados a un aumento de dicha exposición. Incluso en algunos casos las dificultades exigirían mayor cooperación internacional, no sólo nacional. Considérese el ejemplo de Europa central y oriental, donde la mayor parte del crédito concedido procede de bancos comerciales con sede en Europa occidental. Casi ninguno de ellos incurre en riesgos significativos en términos de capital, mientras que para los países que reciben los préstamos no cesa de aumentar el riesgo macroeconómico.

En vista de todas estas dificultades asociadas a las medidas preventivas, no es de sorprender que exista también una segunda escuela de pensamiento,

que básicamente da por sentado que las correcciones se producirán, pero defiende que sus costes pueden moderarse significativamente aplicando a continuación una vigorosa política monetaria de corte expansivo. De hecho, convendría tener presente que este enfoque se ha utilizado en repetidas ocasiones en los últimos 20 años, sin ir más lejos en 2001, y parece haber funcionado relativamente bien en muchos casos.

Pero este segundo enfoque también tiene sus limitaciones. La primera es que podría no dar resultado siempre. Tómese el caso de Japón como ejemplo del intento por «empujar una cuerda». ¿Resulta creíble que 15 años de pobres resultados económicos partieran de la incapacidad del Banco de Japón para aplicar con suficiente agresividad políticas más expansivas en 1991? En honor a la verdad, las tasas de interés oficiales japonesas se rebajaron entonces con rotundidad, al igual que ocurrió en Estados Unidos en 1930, con resultados limitados en ambos casos. En cuanto a Japón, una explicación más plausible del estancamiento sería el hecho de que el límite inferior de cero para las tasas de interés oficiales resultó ser una restricción considerable, y que el exceso de inversión y la acumulación de deuda en los momentos de bonanza económica lastraron con fuerza la economía durante muchos años.

Si bien el recurso a tasas de interés más bajas para sostener la demanda puede resultar sensato, también puede tener efectos secundarios no deseados si se mantiene demasiado tiempo. Por el lado de la oferta, las tasas de interés por debajo del punto de equilibrio en la práctica transfieren riqueza de los acreedores a los deudores, lo que con el tiempo disminuye las tasas de ahorro y el potencial económico. Si se permite la supervivencia de empresas «zombi», es probable que los continuos excesos de capacidad productiva mermen los beneficios y la viabilidad de otras empresas. Por el lado financiero, las favorables condiciones crediticias pueden alentar fusiones y adquisiciones, como se ha visto recientemente. Aparte de que la historia muestra que esas operaciones a menudo no aportan el valor esperado, el temor a ser objeto de adquisición podría acabar conduciendo a un mayor endeudamiento del sector empresarial para protegerse ante tal eventualidad. Dentro del sector financiero, la búsqueda de rentabilidad podría fomentar comportamientos imprudentes. Todos estos factores terminan por hacer a la economía más vulnerable a las perturbaciones. En efecto, solucionar el problema actual de demanda insuficiente mediante la aplicación sostenida de una política monetaria acomodaticia puede sembrar el terreno para que se produzcan problemas mucho más serios en el futuro.

De estas reflexiones se infiere que afrontar los problemas con inyecciones de liquidez debe, como mínimo, complementarse con medidas más concretas y fundamentales para reducir el exceso de endeudamiento y las inversiones no rentables procedentes del período anterior. Las empresas con dudosa capacidad de supervivencia deberían cerrarse con prontitud, asumiendo sus accionistas y directivos el coste asociado y dejando vía libre a otras empresas para buscar usos alternativos a los recursos restantes. Más aún, si con ello el sistema bancario se viera seriamente afectado, debería reestructurarse conforme a los principios razonables tan claramente enunciados en respuesta a la crisis de los bancos nórdicos a principios de los años 90.

Otra complicación, sobre todo en el caso de las economías de mercado emergentes, radica en que tal reestructuración requiere un conjunto de capacidades de las que carecen muchos países. Los contables, tasadores, abogados y expertos en insolvencias suelen escasear y en algunos países los procedimientos legales aún no están suficientemente desarrollados como para garantizar soluciones rápidas y definitivas, sea por vía judicial o extrajudicial. No es difícil imaginar que en algunos países estas deficiencias podrían fomentar en gran medida la permisividad en caso de crisis futuras. Evidentemente, debería prestarse atención a este asunto sin dilación, ya que rectificar esas deficiencias sin duda llevará tiempo. Es cierto que en la actualidad grandes empresas financieras de países industriales avanzados intentan solucionar tales problemas formando equipos de expertos en resoluciones y quiebras. También van ganando protagonismo los llamados «fondos de rapiña», aunque aún está por ver si esto debe ser motivo de consuelo o de preocupación.

¿Hacia dónde deberían orientarse ahora las políticas?

Una vez enunciadas algunas incertidumbres que afectan a las perspectivas económicas y financieras y que complican la elección de la mejor política para darles respuesta, se presenta una realidad ineludible: aún es necesario utilizar las políticas, y hacerlo mirando al futuro. Por suerte, la actual confluencia de circunstancias permite aventurar algunas recomendaciones en este sentido. A grandes rasgos, se trata de aprovechar la coyuntura actual claramente positiva con el fin de prepararse para un futuro que será, por definición, más incierto.

En lo que respecta a las políticas monetarias, tanto quienes se inquietan por la inflación a corto plazo como quienes lo hacen por una acentuación de los desequilibrios a medio plazo verían con buenos ojos una política más restrictiva. Las presiones inflacionistas parecen estar aumentando globalmente y, además, hay indicios de que siguen acumulándose diversos desequilibrios prácticamente en todas las regiones. Para aquellos a quienes preocupa el incremento de las presiones inflacionistas, las economías con déficits externos —sobre todo los más abultados— deberían en principio asumir su especial responsabilidad para contribuir a moderar el crecimiento de la demanda mundial. Quienes se inquietan por los desequilibrios y la asignación ineficiente de recursos deberían reconocer que China parece registrar una brecha especialmente amplia entre sus tasas de interés efectivas y la tasa «normal» determinada por el crecimiento potencial de su economía.

Japón ha estado soportando continuas presiones bajistas sobre los precios, aunque éstas reflejan cada vez más las perturbaciones positivas por el lado de la oferta ocurridas en otras latitudes. Este hecho, junto con las seculares mejoras en los niveles de endeudamiento y de morosidad empresarial, implica que la probabilidad de que se produzca una peligrosa espiral deflacionista se ha reducido considerablemente. El hecho de que la economía parezca crecer con vigor y que las salidas de capital desde Japón puedan estar perjudicando a otros países refrenda el argumento de que el Banco de Japón debe seguir normalizando sus tasas de interés gradualmente.

Las consideraciones tanto de corto como de medio plazo deberían guiar también la política fiscal en la misma dirección. Unas políticas fiscales más restrictivas podrían contribuir a moderar el crecimiento mundial de la demanda, aunque no debe olvidarse que estos ajustes podrían no afinarse lo suficiente. No obstante, desde una perspectiva de más largo plazo, el déficit y la deuda pública de numerosos países se han descrito como preocupantemente altos. Más aún, los países con «déficits gemelos», fiscal y externo, podrían salir muy beneficiados si adoptaran medidas adicionales de consolidación fiscal. De este modo podrían reducirse las primas por riesgo, la probabilidad de salidas de capital desestabilizadoras en caso de producirse un revés económico en el futuro y, por supuesto, el consiguiente riesgo de movimientos bruscos en los mercados de divisas.

Aunque, en general, las grandes economías con sistemas de tipos de cambio flexibles deberían seguir permitiendo que éstos fluctúen libremente, la continua pérdida de valor del yen frente a otras divisas sugiere que se está produciendo alguna anomalía. Unas políticas monetarias más restrictivas ayudarían a corregir esta situación, pero el problema subyacente parece ser el exceso de convicción entre los inversionistas de que no se permitirá que el yen se fortalezca de manera significativa. Como contrapeso, los inversionistas deberían considerar el episodio acaecido en otoño de 1998, cuando el yen se apreció más del 10% respecto al dólar en apenas dos días, causando considerables pérdidas a los inversionistas en operaciones de *carry trade*.

También debería existir mayor voluntad para permitir que se aprecie el renminbi, incluso reconociendo los monumentales retos internos que ello acarrearía para las autoridades chinas. Este cambio de actitud permitiría asimismo que las monedas asiáticas se apreciaran más frente al dólar estadounidense, lo que una vez más contribuiría a reducir los desequilibrios comerciales a nivel mundial. Aunque en China hay quienes creen que los recientes problemas de Japón se deben a que se permitió la apreciación del yen a finales de los años 80, esta interpretación es incorrecta. De hecho, el terreno de la desaceleración japonesa se sembró en la desenfundada expansión monetaria previa, diseñada para mantener bajo el valor del yen. Además, dadas las recientes tasas de expansión del crédito, los incrementos en el precio de los activos y las inversiones masivas en industria pesada, la economía china también parece estar dando muestras de síntomas muy similares que no hacen sino inquietar.

Las pujantes condiciones económicas y financieras actuales también deberían apuntalar reformas estructurales que potenciarían el crecimiento en todo el mundo. Quizá el mayor reto relacionado con la economía real sea facilitar la transición hacia servicios no comerciables en países que actualmente presentan un superávit comercial, en particular China y Japón. Por la misma razón, también es necesario un giro hacia bienes y servicios comerciables en Estados Unidos para ayudar a reducir su déficit por cuenta corriente.

El problema en estos momentos es que la asignación de recursos en estos tres países ha estado yendo resueltamente en la dirección equivocada. En China y Japón, la inversión está aún muy centrada en los mercados de exportación. Además, si se produjera una perturbación económica que

afectara a la región asiática, posiblemente aumentaría aún más el recurso a los mercados de exportación para mantener el crecimiento del empleo, con lo que se exacerbaría la amenaza que representan las crecientes presiones proteccionistas en países occidentales, que son ya bastante considerables. En Estados Unidos, ha sido la reciente inversión masiva en vivienda la que ha resultado indeseable desde el punto de vista del ajuste externo. La vivienda es el bien no comerciable, no fungible y duradero por excelencia. Por ello, para lograr la necesaria reasignación de capital y mano de obra en los países afectados, el efecto de las oscilaciones de los tipos de cambio sobre los precios debería ser significativamente mayor de lo habitual.

En cuanto a la evolución del sector financiero, incluso aunque fuera posible, sería a todas luces indeseable deshacer los cambios que se han producido durante las últimas décadas en los países industriales avanzados. No obstante, podría existir mayor escepticismo sobre algunos de los supuestos beneficios relacionados con la existencia de nuevos actores, instrumentos y modelos de negocio, en particular, el enfoque de «originar y distribuir» riesgo ahora tan extendido. Estos desarrollos brindan claros beneficios, pero también podrían tener efectos secundarios, con sus correspondientes costes. En las economías de mercado emergentes, es fundamental que la liberalización vaya precedida de cambios estructurales que permitan a los sistemas financieros reaccionar ante perturbaciones tanto internas como externas. Aunque ya se ha avanzado bastante en esa dirección, aún queda mucho por hacer.

Para concluir, cabe destacar que las autoridades económicas nacionales siempre han afrontado el reto de responder a las perturbaciones externas, que en el mundo en el que vivimos, tan globalizado y regido por las fuerzas del mercado, se han hecho más importantes si cabe. Además, por esos mismos motivos, las actuaciones de las autoridades económicas a nivel interno tienen un impacto externo cada vez mayor. Estas interacciones se producen en las épocas de bonanza económica, pero tal vez se hacen más visibles en las épocas difíciles, cuando los esfuerzos de muchas de estas autoridades nacionales deben encauzarse para resolver problemas internacionales con el menor coste posible. Aunque la cooperación internacional ha mejorado en ciertos ámbitos, las estructuras políticas e institucionales no han sido capaces de seguir el ritmo de la cambiante realidad mundial. Aún persiste una tendencia demasiado acusada a que las autoridades nacionales actúen en solitario y a que el diálogo internacional se quede en papel mojado. Éste no es sino otro desequilibrio global al que debe hacerse frente con urgencia.

Índice

Organización, buen gobierno y actividades	179
Organización y buen gobierno del Banco	179
<i>El Banco, su gestión y sus accionistas</i>	179
<i>Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2007</i>	181
<i>Buen gobierno del Banco</i>	181
Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional:	
contribución directa del BPI	182
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i>	182
<i>Oficinas de Representación</i>	183
<i>Instituto para la Estabilidad Financiera</i>	186
Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités	
permanentes con sede en el BPI	187
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i>	187
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i>	189
<i>Comité de Sistemas de Pago y Liquidación</i>	190
<i>Comité de los Mercados</i>	191
<i>Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación</i>	192
Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas	
por el BPI	192
<i>Actividades de investigación</i>	192
<i>El buen gobierno en los bancos centrales</i>	193
<i>Cooperación en materia estadística</i>	194
<i>Grupo de Expertos en Informática de bancos centrales del G-10</i>	196
<i>Cooperación con agrupaciones regionales de bancos centrales</i>	197
<i>Auditoría Interna</i>	198
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional	
más amplia	198
<i>El Grupo de los Diez</i>	198
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i>	198
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i>	200
<i>Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos</i>	202
Servicios financieros del Banco	203
<i>Servicios bancarios</i>	203
<i>Operaciones del Departamento Bancario en 2006/07</i>	204
<i>Balance de situación total e inversiones de clientes,</i> <i>por tipos de producto</i>	205
<i>Funciones de agente y fideicomisario</i>	206
Cuestiones institucionales y administrativas	207
<i>La administración del Banco</i>	207
Beneficio neto y su distribución	209
<i>Beneficio neto</i>	209
<i>Política de dividendos</i>	210
<i>Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio financiero</i>	211
<i>Informe de los auditores</i>	211
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco	212
Nombramientos de consejeros y altos cargos	213
Bancos centrales miembros del BPI	215

Estados financieros	217
Balance de situación	218
Cuenta de pérdidas y ganancias	219
Estado de flujos de efectivo	220
Propuesta de distribución del beneficio	221
Evolución de las reservas estatutarias del Banco	221
Evolución de los recursos propios del Banco	222
Notas a los estados financieros	223
Informe de los auditores	259
Resumen gráfico de los últimos cinco años	260

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 éste acoge realizaron el pasado ejercicio. 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 clientes del BPI.

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 562 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 promover la estabilidad financiera;
- centro de estudios sobre asuntos de política monetaria que atañen a los bancos centrales y las autoridades supervisoras del sector financiero;
- 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 en pos de 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, disfrutaron 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, aun teniendo sus secretarías en el BPI, no responden directamente ante él ni ante ninguno de sus bancos centrales miembros.
- El Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales está dirigido por la comunidad internacional de bancos centrales y trabaja bajo los auspicios del BPI.

Más adelante se detallan las funciones que realizan estos comités y organizaciones, así como sus actividades más recientes.

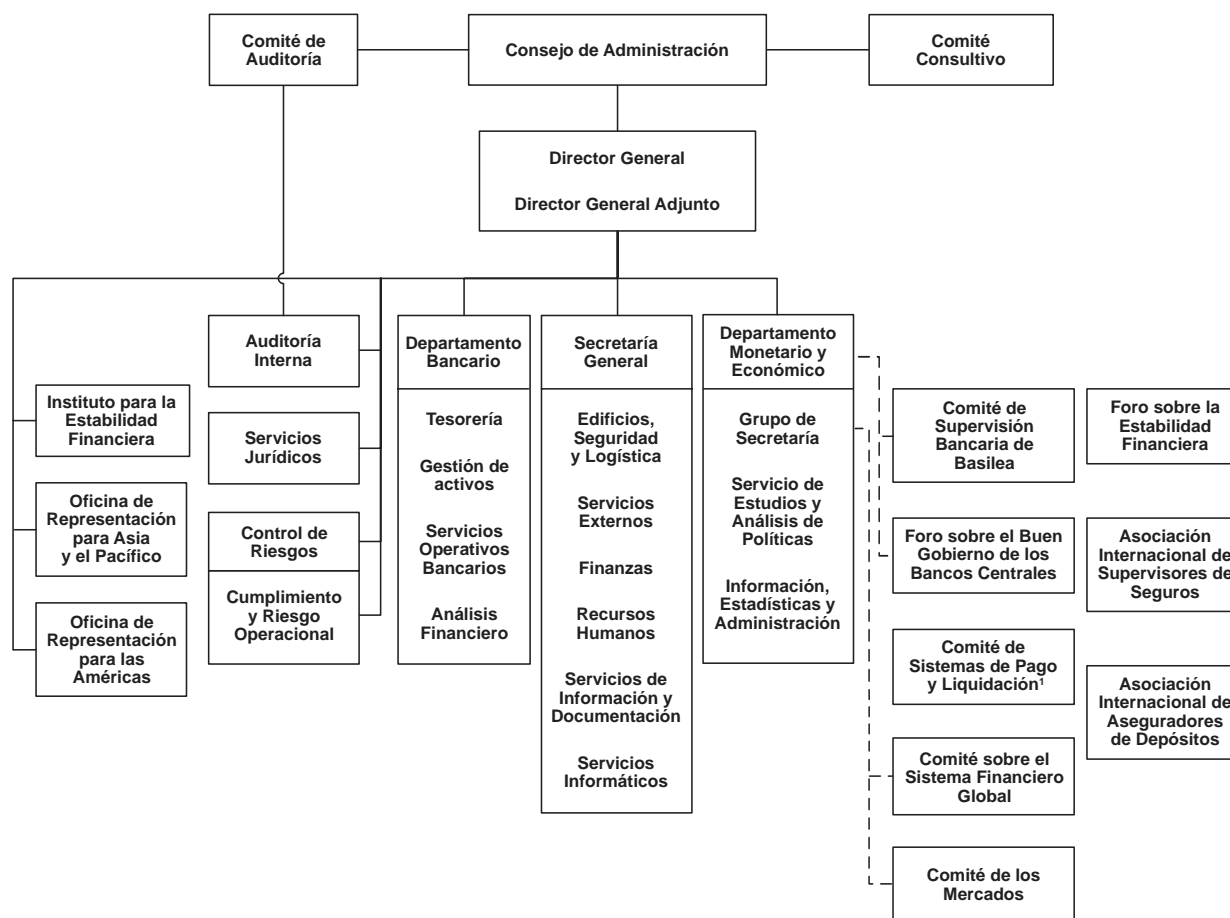
El Banco se divide en tres grandes departamentos: el Departamento Monetario y Económico, el Departamento Bancario y la Secretaría General. A éstos prestan sus servicios las unidades del Servicio Jurídico, Cumplimiento y Riesgo Operacional, Auditoría Interna, y Control de Riesgos, así como el Instituto para la Estabilidad Financiera, que fomenta la difusión de estándares y mejores prácticas entre los supervisores del sistema financiero de todo el mundo.

Tres son los órganos principales que dirigen y administran el Banco:

- la Asamblea General de bancos centrales miembros, donde 55 bancos centrales o autoridades monetarias tienen actualmente derecho de voto y de representación. 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 2006, participaron en ella 100 bancos centrales, 77 de ellos a través de su Gobernador, así como delegados de 20 instituciones internacionales;
- el Consejo de Administración, compuesto en la actualidad por 19 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. Este Comité asesora al Director General acerca de cualquier asunto de importancia para el Banco en su conjunto.

Al final de este capítulo se enumeran los bancos centrales que son miembros del BPI, los Consejeros y altos cargos del Banco, así como los cambios recientes en la composición del Consejo y la Alta Dirección.

Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2007



¹ La Secretaría del CPSS también presta sus servicios al Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación.

Buen gobierno del Banco

Ampliación del Consejo

Con el fin de reforzar la cooperación entre bancos centrales, y en vista del mayor carácter mundial de las funciones del Banco, el Consejo de Administración decidió el 26 de junio de 2006 nombrar como nuevos Consejeros a tres Gobernadores de bancos centrales, de conformidad con el apartado 3 del Artículo 27 de los Estatutos del Banco. Guillermo Ortiz, Gobernador del Banco de México, Jean-Claude Trichet, Presidente del Banco Central Europeo, y Zhou Xiaochuan, Gobernador del Banco de la República Popular de China, fueron designados según lo establecido por mandatos de tres años renovables con efectos a partir del 1 de julio de 2006.

Tras el incremento del número de accionistas del BPI en los últimos años, estos nombramientos permiten reflejar en el Consejo la diversidad en la composición del Banco.

Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional: contribución directa del BPI

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, así como 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. Dichas reuniones bimestrales, celebradas normalmente en Basilea, 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. Las reuniones bimestrales del BPI de noviembre de 2006 se celebraron en Sydney y corrieron a cargo del Banco de la Reserva de Australia.

Esta serie de reuniones, organizadas cada dos meses, se compone de la *Global Economy Meeting* y la *All Governors' Meeting*. En la primera, que reúne a más de 30 Gobernadores de los bancos centrales de las principales economías industriales 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. En mayo de 2006, el Consejo de Administración aprobó un nuevo formato para esta reunión, que entró en vigor en septiembre de 2006.

Uno de los principales cambios fue aumentar el número de asistentes, al invitar a los Gobernadores de bancos centrales de un mayor número de pequeñas y medianas economías, introduciendo al mismo tiempo una representación regional más apropiada.

En la *All Governors' Meeting*, que congrega a los Gobernadores de todos los bancos centrales miembros accionistas, se debaten asuntos de interés general para todos ellos. En 2006/07, se analizaron las cuestiones siguientes:

- medición de la inflación, como elemento fundamental para la ejecución de la política monetaria;
- evolución de los sistemas de pago y liquidación de elevada cuantía;
- tendencias en materia de integración financiera en economías de mercado emergentes y retos de política monetaria asociados a ellas;
- problemas estadísticos para la formulación de las políticas de los bancos centrales y la función y actividades del Comité Irving Fisher; y
- organización y puesta en práctica de la gestión del riesgo en el marco del buen gobierno en grandes instituciones financieras del sector privado.

Otras reuniones periódicas que tienen lugar con motivo de estos encuentros bimestrales son las de los Gobernadores de los países del G-10 y las de los Gobernadores de las principales economías de mercado emergentes, donde se profundiza en asuntos de especial interés para los respectivos grupos. Los Gobernadores pertenecientes al *Central Bank Governance Group* también se reúnen periódicamente.

Dado que no todos los bancos centrales participan directamente en la labor desempeñada por los comités y órganos con sede en Basilea, siempre que es necesario se celebran reuniones extraordinarias que brindan a los Gobernadores la oportunidad de conocer las actividades de estos grupos especializados o de explorar cuestiones de importancia directa. En 2006/07, los temas tratados por diferentes grupos de Gobernadores fueron:

- la relación entre el banco central y el Gobierno;
- los desafíos que plantea a los bancos centrales la actual evolución económica y financiera mundial, especialmente sus efectos sobre economías más pequeñas tanto industriales como de mercado emergentes; y
- las implicaciones del auge de las economías de mercado emergentes en el sistema monetario internacional.

Al analizar aspectos relacionados con la estabilidad financiera, los Gobernadores conceden gran importancia al diálogo con directores de agencias de supervisión, otras autoridades financieras, así como altos cargos 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 interés mutuo relacionados con la promoción y mantenimiento de un sistema financiero internacional sólido y ágil. 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.

Otras reuniones organizadas de manera menos frecuente para altos cargos de bancos centrales son:

- las reuniones de los grupos de trabajo sobre política monetaria nacional, que no sólo se celebran en Basilea, sino también a escala regional 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 la naturaleza cambiante del mecanismo de transmisión de la política monetaria en las economías emergentes.

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) tienen por objetivo fortalecer las relaciones entre el BPI y los bancos centrales y autoridades supervisoras del sector financiero de dichas regiones, así como promover la cooperación en el seno de cada una de ellas. Estas Oficinas organizan reuniones, fomentan el intercambio de información y de datos, y contribuyen a los estudios financieros y económicos que realiza el Banco. Las Oficinas también ayudan al BPI a prestar sus servicios bancarios 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

A lo largo del año pasado, la Oficina Asiática trabajó para fortalecer sus relaciones con los accionistas del BPI en la región. Para ello amplió el personal de su sala de operaciones y, especialmente, de su equipo de investigación.

La Oficina Asiática organizó o respaldó varias reuniones sobre política monetaria, evolución del mercado financiero y estabilidad financiera. La más destacada fue una reunión de alto nivel sobre el seguimiento de los mercados financieros por parte de los bancos centrales, organizada conjuntamente con el Banco de la República Popular de China y celebrada en Hong Kong RAE en noviembre de 2006. También se organizaron otras reuniones en colaboración con los grupos de trabajo de la EMEAP sobre supervisión bancaria y mercados financieros, así como con el Hong Kong Institute for Monetary Research.

La actividad bancaria y los Fondos Asiáticos de Bonos

La sala de operaciones de la Oficina Asiática avanzó en su objetivo de prestar a los clientes de la región toda la gama de servicios bancarios del BPI. Amplió sus operaciones en moneda extranjera, así como las inversiones en la región tanto con contrapartes ya existentes como con nuevas colocaciones.

El BPI, en su calidad de gestor de la iniciativa del primer Fondo Asiático de Bonos (ABF1) adoptada por la Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico (EMEAP), continúa invirtiendo una cartera de valores denominados en dólares estadounidenses emitidos por prestatarios soberanos o con garantías del Estado de ocho economías de la EMEAP.

En tanto que administrador de fondos, el BPI contribuyó a ampliar la oferta pública de fondos de renta fija a través de la iniciativa del segundo Fondo Asiático de Bonos (ABF2) de la EMEAP. Once bancos centrales han aportado parte de sus reservas internacionales como capital de base para comprar fondos que invierten en títulos de renta fija denominados en moneda local emitidos por prestatarios soberanos o con garantías del Estado en ocho economías EMEAP. El lanzamiento de fondos públicos de bonos en Corea, Filipinas e Indonesia, junto con los cuatro fondos de mercado lanzados por separado el pasado año, contribuyó a elevar el volumen total del ABF2 hasta los 3.100 millones de dólares a finales de marzo de 2007. Unos 800 millones de dólares de inversión privada complementan actualmente la inversión de los bancos centrales, que se ha incrementado de 2.000 a 2.300 millones de dólares. El *Pan Asia Bond Index Fund* reportó el 17% en sus primeros 21 meses de funcionamiento, hasta marzo de 2007.

El Consejo Consultivo Asiático y la reunión extraordinaria en Asia

El Consejo Consultivo Asiático (CCA), integrado por los Gobernadores de los bancos centrales miembros del BPI en la región Asia-Pacífico, proporciona un vehículo de comunicación entre dichos bancos centrales y el Consejo y la Alta Dirección del BPI sobre aquellos asuntos que interesan y preocupan a la comunidad asiática de bancos centrales. La Oficina Asiática del BPI presta servicios de secretaría al CCA.

Dos reuniones del CCA dieron a los bancos centrales asiáticos accionistas la oportunidad de orientar al Consejo y la Alta Dirección del BPI en sus esfuerzos por fortalecer sus relaciones mutuas. Dichos esfuerzos consisten, por ejemplo, en la ampliación de los servicios bancarios, la mejora de la labor del Instituto para la Estabilidad Financiera, así como un programa trienal de investigación sobre Asia destinado a mejorar la política y las operaciones monetarias, desarrollar los mercados monetarios y de capitales, y promover la estabilidad financiera y las políticas prudenciales. En ambas reuniones, los miembros del CCA debatieron temas concretos de investigación, aclarando los aspectos de las políticas que motivaban sus sugerencias. En la reunión celebrada en febrero en Hong Kong RAE, el CCA tuvo ocasión de responder a algunas iniciativas de investigación ya culminadas, en particular la labor sobre el sector de financiación a los hogares en Asia. Por otro lado, el presidente del *Task Force on Regional Cooperation among Central Banks* informó sobre las tareas que se le encomendaron en la reunión del CCA del pasado año.

Todos los años, el BPI organiza una *Special Governors' Meeting* en Asia. Este encuentro informal de Gobernadores de bancos centrales constituye una ocasión ideal para repasar la situación económica y financiera mundial, específicamente la evolución en Asia y el Pacífico. Tras la reunión del CCA de febrero, los Gobernadores de los bancos centrales de Asia-Pacífico y algunos otros se dieron cita en la novena *Special Governors' Meeting*, en la que debatieron las políticas más adecuadas para dar respuesta a los intensos flujos de capital exterior hacia la región, las perspectivas económicas y la manera en que los bancos centrales deberían realizar el seguimiento de los mercados financieros.

Programa de investigación sobre la región asiática

El programa trienal de investigación sobre la región asiática se inició en septiembre de 2006. Los representantes de bancos centrales y los supervisores bancarios se han organizado en dos redes de investigación, una estudia la política monetaria y los tipos de cambio y la otra analiza los mercados e instituciones financieros. Ambas redes intercambian información sobre políticas, identifican proyectos de colaboración y organizan talleres. Cinco economistas han sido contratados por periodos de hasta tres años. Asimismo, el programa ha acogido y sigue buscando investigadores procedentes tanto de bancos centrales regionales como de universidades e institutos de política de la región.

Continente americano

Desde su inauguración en 2002, la Oficina para las Américas ha centrado sus actividades en ampliar la cooperación e interacción con bancos centrales de la región y en estrechar relaciones con las autoridades supervisoras regionales. A diferencia de la Oficina Asiática, la Oficina de las Américas no dispone de sala de negociación, lo cual no le impide promover las actividades bancarias del BPI en la región. En este sentido, cabe destacar el seminario de alto nivel sobre gestión de reservas celebrado en Santiago en mayo de 2006.

La labor de investigación se dirigió hacia el desarrollo de mercados internos de renta fija en países de la región, así como de modernas técnicas

de modelización económica (los denominados modelos dinámicos y estocásticos de equilibrio general, conocidos como modelos DSGE).

La Oficina también organizó o colaboró en una serie de reuniones de alto nivel celebradas en México y en otros lugares, en ocasiones en colaboración con bancos centrales y otras instituciones de la región. Cabe destacar la reunión regional de bancos centrales sobre mecanismos de transmisión de la política monetaria en América Latina y el Caribe, celebrada en Colombia en marzo de 2007, la reunión del Grupo de Trabajo sobre Política Monetaria en América Latina, celebrada en Perú en octubre de 2006, y dos sesiones en la XI reunión anual de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (LACEA), celebrada en México en noviembre de 2006, bajo los títulos «*Using DSGE models for policy analysis*» y «*The development of domestic bond markets and financial stability implications*», respectivamente. También cabe mencionar los numerosos seminarios regionales organizados principalmente por el FSI.

Instituto para la Estabilidad Financiera

El Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) ayuda a autoridades supervisoras del sector financiero de todo el mundo a fortalecer la supervisión de sus sistemas financieros y, con ello, a promover la estabilidad financiera mundial. 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.

Reuniones, seminarios y conferencias

El primer flanco consiste en reuniones de alto nivel, seminarios y conferencias que desde hace tiempo se celebran tanto en Basilea como en otras regiones del mundo. En 2006, el FSI organizó un total de 52 eventos en torno a diversos temas relacionados con el sector financiero. En ellos participaron más de 1.600 representantes de bancos centrales y agencias de supervisión bancaria y de seguros. De especial relevancia fueron las reuniones regionales de alto nivel para Subgobernadores y jefes de autoridades supervisoras de Asia, América Latina y Oriente Próximo, principalmente sobre la implementación de Basilea II.

FSI Connect

El segundo flanco de su actividad se realiza a través de FSI Connect, una herramienta de información y aprendizaje en línea dirigida a supervisores bancarios y funcionarios de bancos centrales. FSI Connect incluye en la actualidad más de 120 cursos sobre una amplia gama de asuntos relevantes para usuarios con distinto bagaje y grado de especialización, a los que el FSI agrega nuevos temas periódicamente. Además, 40 cursos relacionados con los requerimientos de capital y Basilea II están ahora disponibles en francés y español. Más de 125 bancos centrales y autoridades supervisoras están suscritos a FSI Connect, lo que representa cerca de 8.000 usuarios, que pueden acceder a esta herramienta durante todo el año las 24 horas del día.

Otras iniciativas importantes

En 2006, el FSI actualizó su encuesta de 2004 sobre los planes de los distintos países para la implementación de Basilea II. La nueva encuesta confirmó que más de 90 países tienen prevista su implementación, la mayoría de ellos a partir de los métodos menos avanzados. Con respecto al estudio de 2004, algunos países calculan que van a producirse ligeros retrasos en sus calendarios de aplicación de Basilea II. Estas demoras parecen obedecer a evaluaciones más realistas de los elementos necesarios para culminar la implementación de Basilea II, especialmente en el caso de los métodos más sofisticados.

Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes con sede en el BPI

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, presidido por Nout Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos, constituye un foro de diálogo e intercambio de información entre supervisores. Promueve mejoras en las prácticas de gestión de riesgos de los bancos y en el marco de supervisión bancaria, así como mecanismos para la aplicación eficaz en numerosos países de los principios elaborados por el Comité.

Reorganización de la estructura de grupos del Comité

En octubre de 2006, el Comité adoptó una nueva estructura más racionalizada para sus grupos de trabajo. Esta reestructuración, aunque sigue otorgando gran relevancia a cuestiones de suficiencia de capital, hace hincapié en una estrategia prospectiva con cuatro elementos interrelacionados que se refuerzan mutuamente:

- mantener una base de capital sólida para los bancos;
- afianzar esta base promoviendo otras infraestructuras necesarias para una buena supervisión;
- diseñar normativas de respuesta proporcionadas y flexibles; y
- profundizar y ampliar la interacción del Comité con supervisores ajenos al mismo, así como con otros sectores financieros y el sector bancario.

Para dar apoyo a esta estrategia, el Comité ha reorganizado su trabajo en torno a cuatro grupos principales:

- el *Accord Implementation Group* (AIG), establecido a fin de intercambiar información y favorecer la coherencia en la implementación de Basilea II.
- el *Accounting Task Force*, que trabaja para garantizar que las normas y prácticas internacionales de contabilidad y auditoría fomentan una sólida gestión del riesgo por parte de las instituciones financieras, favorecen la disciplina de mercado a través de la transparencia, y refuerzan la seguridad y la solidez del sistema bancario;
- el *International Liaison Group*, un foro para profundizar en la interacción del Comité con supervisores de todo el mundo en una amplia gama de cuestiones; y

- el *Policy Development Group*, que identifica y estudia nuevos asuntos relacionados con la supervisión, y propone y elabora normativas para fomentar la solidez del sistema bancario y la calidad de las normas de supervisión.

La aplicación del marco revisado para el capital («Basilea II»)

La consistencia en la aplicación transfronteriza de Basilea II continúa siendo una prioridad para el Comité. A fin de fomentar este objetivo y de ayudar a bancos y supervisores a prepararse para la implementación de Basilea II, el Comité ha publicado una serie de documentos con aclaraciones y orientaciones adicionales sobre una serie de cuestiones relacionadas con esta aplicación. Entre ellos se encuentran trabajos sobre el intercambio de información entre países de origen y de acogida para la eficaz implementación de Basilea II, la «prueba del uso» para el método basado en calificaciones internas, la gama de prácticas observadas para los principales elementos de los Métodos de Medición Avanzada (AMA) del riesgo operacional, así como la cooperación supervisora entre países de origen y de acogida y los mecanismos de asignación en el contexto de los AMA.

En 2007, el Comité está prestando especial atención al Segundo Pilar (proceso del examen supervisor) del marco de Basilea II, debido al creciente interés internacional que despierta tanto entre los supervisores como en el sector. Un ejemplo concreto de ello es el empleo por parte del AIG de casos de estudio que permiten a supervisores y banqueros solucionar cuestiones prácticas de aplicación.

Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz

En la Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios (ICBS) celebrada en Mérida (México) en octubre de 2006, que congregó a altos supervisores bancarios y altos funcionarios de bancos centrales procedentes de más de 120 países, se aprobó una versión sensiblemente mejorada de los *Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Eficaz* y de su correspondiente *Metodología de los Principios Básicos*. Los 25 Principios Básicos son unas normas mínimas de regulación y supervisión bancaria mundialmente aceptadas, mientras que la Metodología que los acompaña proporciona orientaciones sobre la forma de interpretar y evaluar dichos principios.

El Comité de Basilea decidió actualizar los Principios Básicos, cuya primera versión data de 1997, a la luz de las numerosas innovaciones y avances en banca, instrumentos financieros y mercados en los que operan los bancos, así como en los métodos y enfoques empleados por los supervisores. Por otra parte, las evaluaciones del cumplimiento de estos principios en los distintos países habían demostrado la necesidad de aclarar y afianzar algunos de sus principales elementos.

Los Principios Básicos revisados prestan mucha más atención a la solidez de las prácticas de gestión del riesgo y gobierno corporativo, reforzando asimismo los criterios para afrontar la lucha contra el blanqueo de dinero y la financiación del terrorismo, así como la prevención del fraude. Además, reflejan más detalladamente la evolución y las tendencias transfronterizas

y transectoriales, así como la necesidad de estrechar la cooperación y el intercambio de información entre supervisores de diferentes sectores y jurisdicciones. También se ha subrayado en mayor medida la importancia de la independencia, la asunción de responsabilidades y la transparencia de las autoridades de supervisión bancaria.

Contabilidad, auditoría y cumplimiento

En junio de 2006, el Comité de Basilea finalizó el documento de supervisión titulado *Supervisory guidance on the use of the fair value option for financial instruments by banks*, cuya aplicación seguirá vigilando. Durante el pasado año, el Comité ha colaborado activamente en la elaboración de normas internacionales de contabilidad y auditoría y ha respondido a varias solicitudes formales de comentarios por parte del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad y de otros órganos normativos en materia de contabilidad y auditoría. Ante la generalización del uso de estimaciones del valor razonable en los estados financieros, el Comité se ha esforzado por garantizar que dichas estimaciones sean fiables, pertinentes y puedan ser auditadas. La labor del Comité no sólo se centra en las normas contables relativas a los instrumentos financieros, sino también en asuntos vinculados al desarrollo de un marco conceptual común y al estudio de las principales cuestiones de auditoría desde una perspectiva de supervisión bancaria.

Interacción con otros supervisores

En los últimos años, el Comité de Basilea trabaja para seguir mejorando su diálogo con supervisores de todo el mundo. En la Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios de octubre de 2006, los participantes reiteraron la importancia de continuar progresando en el buen gobierno y la gestión del riesgo de los bancos, y confirmaron su determinación de intensificar la cooperación supervisora y el intercambio de información. También analizaron cuestiones derivadas de la presencia cada vez mayor de bancos internacionales en los mercados nacionales.

El *International Liaison Group* (ILG) sirve de plataforma para que aquellos países que no son miembros del Comité de Basilea puedan contribuir a las nuevas iniciativas de éste desde sus primeras fases y les permite realizar propuestas que sean de especial interés para los miembros del Grupo. El Comité continuará explorando formas de ampliar su diálogo con aquellos países que no forman parte de él y de respaldar su actual nivel de implicación a través del trabajo del ILG, de reuniones con agrupaciones regionales de supervisores bancarios y de las ICBS bienales, además de otros mecanismos formales e informales.

Comité sobre el Sistema Financiero Global

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS), bajo la presidencia de Donald L. Kohn, Vicepresidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, lleva a cabo un seguimiento de la evolución de los mercados financieros y analiza sus consecuencias para la estabilidad financiera. El

Comité, integrado por los bancos centrales de los países del G-10 y el Banco Central de Luxemburgo, invita periódicamente a representantes de los bancos centrales o autoridades monetarias de Australia, Brasil, China, Corea, España, Hong Kong RAE, India, México y Singapur a participar en sus debates.

Algunos temas importantes tratados durante el año pasado fueron:

- los posibles efectos de una revaloración inesperada del riesgo y de la transmisión de las perturbaciones a la economía real en unos mercados de capital cada vez más integrados;
- la capacidad del sistema financiero mundial para repartir los riesgos entre una base más amplia de inversionistas gracias a las innovaciones en productos de crédito estructurado;
- los riesgos que podrían derivarse de las operaciones de *carry trade*, en las que los inversionistas se endeudan en monedas con tasa de interés baja para invertir en otras de alta rentabilidad; y
- el impacto de las fluctuaciones de la volatilidad de los mercados financieros sobre la estabilidad financiera mundial.

En su esfuerzo por comprender mejor la evolución estructural de los mercados financieros, el CGFS estableció dos grupos de trabajo. Uno de ellos se ocupó de los factores que determinan las decisiones de asignación de activos por parte de los inversionistas institucionales y en sus potenciales consecuencias para el sistema financiero, dada la creciente importancia de la función que desempeñan dichos inversionistas en la canalización del ahorro de los hogares y de los activos de fondos de pensiones hacia los mercados financieros.

El segundo grupo de trabajo examinó cómo afecta a la intermediación financiera nacional la tendencia observada en las economías de mercado emergentes de emitir deuda en moneda local en vez de en moneda extranjera, y los desafíos que persisten en cuanto al desarrollo de mercados locales de deuda más líquidos.

Además, el Comité organizó varias reuniones especializadas:

- un taller sobre cambios estructurales en los mercados de deuda para actualizar la información de mercado recabada en iniciativas anteriores del CGFS y para debatir las tendencias persistentes en estos mercados;
- un taller sobre efectos de balance y diferenciales de la deuda de mercados emergentes, para analizar los factores que influyen en los diferenciales soberanos;
- un taller sobre el uso de las estadísticas financieras internacionales del BPI en estudios sobre la estabilidad financiera mundial; y
- reuniones regionales sobre financiación de la vivienda en el Banco Central de Malasia y el Banco Nacional de Dinamarca, tras la publicación del informe *Housing finance in the international financial market* elaborado por uno de los grupos de trabajo del CGFS.

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación

El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS), presidido por Timothy F. Geithner, Presidente y Consejero Delegado del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, contribuye al fortalecimiento de la infraestructura de los

mercados financieros mediante la promoción de sistemas de pago y liquidación sólidos y eficientes. El Comité colabora con otras instituciones y agrupaciones internacionales, incluyendo en sus actividades a un amplio grupo de bancos centrales.

En 2006, el Comité llevó a cabo una nueva 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. Sus resultados ayudarán al Comité a evaluar en qué medida el riesgo de liquidación con divisas sigue siendo una amenaza para el sistema financiero, y si son necesarias acciones ulteriores por parte de los diferentes bancos, el sector en general y los bancos centrales. El Comité prevé publicar sus conclusiones a finales de 2007.

En enero de 2007, el CPSS y el Banco Mundial emitieron un informe conjunto sobre *Principios generales para la provisión de servicios de remesas internacionales*, donde se analizan aspectos de las remesas 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. Estos principios 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.

En marzo de 2007, el Comité emitió un informe titulado *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*, donde se analizan los mecanismos y las prácticas de gestión de riesgos existentes en el mercado general de derivados OTC y se evalúa la posibilidad de mitigar riesgos mediante un mayor uso y la mejora de la infraestructura del mercado. El informe se centra en:

- los riesgos derivados de retrasos en la documentación y confirmación de las transacciones;
- las consecuencias de la rápida expansión del uso de garantías para atenuar los riesgos de crédito de contraparte;
- el potencial para ampliar el uso de entidades de contrapartida central a fin de reducir los riesgos de contraparte;
- las implicaciones del corretaje primario (*prime brokerage*) de derivados OTC;
- los riesgos asociados a las novaciones no autorizadas de contratos; y
- la posibilidad de perturbaciones significativas en el mercado a consecuencia de la liquidación de transacciones con derivados OTC en caso de impago de un gran participante en el mercado.

El Comité también continuó estrechando la cooperación entre los bancos centrales, incluidos los de economías de mercado emergentes. 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, bajo la presidencia del Director General del Banco de Japón Hiroshi Nakaso, reúne a altos cargos de bancos centrales del G-10

responsables de las operaciones de mercado. En sus reuniones bimestrales, sus participantes intercambian opiniones acerca de la reciente evolución de los mercados de divisas y otros mercados financieros relacionados, analizando en particular las implicaciones a corto plazo que puedan tener acontecimientos concretos, así como las implicaciones de cambios estructurales para el funcionamiento de estos mercados. El Comité invita periódicamente a representantes de los bancos centrales o autoridades monetarias de Australia, Brasil, China, Corea, España, Hong Kong RAE, India, México y Singapur a participar en sus debates.

Entre los asuntos analizados en sus reuniones de este ejercicio destacan:

- los efectos de las decisiones de política monetaria sobre los mercados;
- las fluctuaciones de los tipos de cambio, incluyendo un análisis de las estrategias de «*carry trade*»;
- la evolución de los mercados financieros en relación con los productos básicos;
- el impacto sobre las distintas clases de activos de los cambios bruscos en la preferencia por el riesgo; y
- los flujos de entrada de capitales en los mercados emergentes, particularmente en las bolsas.

Los miembros del Comité también trataron una serie de temas específicos, entre ellos los preparativos para la *Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad en los Mercados de Divisas y de Derivados* de 2007, la creciente importancia de los inversionistas institucionales en los mercados financieros, la evolución reciente de los mercados de materias primas y la inversión regional en mercados emergentes. Algunas de estas cuestiones se analizaron con representantes del sector privado en reuniones extraordinarias.

Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación

El Grupo de Bancos Centrales para la Lucha contra la Falsificación (CBCDG), presidido por Bonnie Schwab, Asesora del departamento de Moneda del Banco de Canadá, 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 fotocopadoras en color y tecnología digital (ordenadores personales, impresoras y escáneres). El BPI siguió contribuyendo a los trabajos del CBCDG albergando su Secretaría y actuando como su agente en acuerdos contractuales.

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, elaborar análisis 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 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).

De conformidad con la misión del BPI, su investigación a largo plazo se centra en cuestiones de estabilidad monetaria y financiera. Algunos de los temas que recientemente han recibido especial atención son:

- los cambios en el proceso generador de inflación, especialmente los vínculos entre inflación y globalización, así como la influencia de los tipos de cambio;
- la función de los agregados monetarios y crediticios en los marcos de política monetaria;
- la medición y valoración del riesgo de crédito;
- la 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;
- las prácticas de gestión de reservas de divisas; y
- estabilidad monetaria y financiera en Asia-Pacífico, en el marco del programa trienal de investigación asiática del BPI.

En el contexto de estas actividades de investigación, el BPI también organiza conferencias y seminarios que suelen congregarse a altos cargos de órganos rectores de las políticas, académicos y agentes del mercado. Entre las reuniones de este tipo celebradas el año pasado se encuentran:

- la Quinta Conferencia Anual del BPI, celebrada en Brunnen (Suiza) en junio de 2006, en torno al tema de la globalización financiera;
- las reuniones de economistas de bancos centrales, que tienen lugar dos veces al año; en su cita de octubre de 2006 se examinaron los determinantes y las implicaciones políticas de los cambios en los precios de los activos; y
- una reunión de juristas de bancos centrales sobre los aspectos jurídicos de las inmunidades aplicables a los activos de los bancos centrales.

El buen gobierno en los bancos centrales

El creciente interés de los bancos centrales por cuestiones de organización, buen gobierno y gestión estratégica llevó al BPI, a finales de 2006, a reorganizar y aumentar los servicios de secretaría que presta el Foro para el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, como desarrollo de la Carta adoptada en 2005 por la que se establece el Foro. Este Foro fomenta el buen gobierno de los bancos centrales en tanto que instituciones de política pública y está compuesto por el *Central Bank Governance Group*, la *Central Bank Governance Network* y la Secretaría que alberga el BPI.

El *Governance Group*, integrado por Gobernadores de un grupo representativo de bancos centrales, se reunió varias veces a lo largo del ejercicio para debatir temas como la gestión de conflictos de intereses y la imagen pública de los bancos centrales. También emprendió estudios de envergadura sobre la organización de la gestión del riesgo en los bancos centrales y sobre las principales cuestiones para el diseño de un banco central moderno.

La *Governance Network*, que actualmente abarca cerca de 50 bancos centrales y autoridades monetarias, volvió a aportar activamente información y experiencia sobre asuntos de organización, buen gobierno y gestión estratégica.

Se llevaron a cabo varias encuestas sobre temas específicos para facilitar las deliberaciones del *Governance Group* y el trabajo de aquellos bancos centrales de la *Governance Network* que están revisando sus propias prácticas.

Cooperación en materia estadística

El BPI contribuye a los esfuerzos constantes por mejorar las estadísticas económicas, monetarias y financieras de ámbito internacional, regional y nacional, y realiza un atento seguimiento de su evolución. Además, los expertos en estadística del BPI son invitados a participar en reuniones de expertos en el FMI, la OCDE y el BCE.

Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales

En 2006, se creó en el BPI el Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales (IFC), un foro de usuarios y recopiladores de estadísticas de bancos centrales, compuesto por la mayoría de los bancos centrales que son miembros del BPI. En su primera reunión en el BPI, celebrada el 29 de agosto de 2006 y a la que asistieron 53 miembros, se delimitaron sus funciones y futuras actividades y se constituyó su nueva Ejecutiva. El Comité está presidido por Jan Smets, Consejero del Banco Nacional de Bélgica, y a él puede adherirse cualquier banco central interesado. El IFC también acoge en calidad de asociados a miembros particulares e institucionales pertenecientes y no pertenecientes a la comunidad de bancos centrales.

Algunos de los aspectos destacados del ejercicio fueron:

- la Tercera Conferencia del IFC (agosto de 2006), bajo el título «*Measuring the financial position of the housing sector*», en la que participaron más de 130 expertos de 68 bancos centrales; y
- una contribución a la conferencia «*People on the move*» de la Asociación Internacional de Estadísticas Oficiales (septiembre de 2006). El título de la sesión plenaria organizada por el IFC fue «*Financial aspects of migration: the measurement of remittances*».

Las actas de estas reuniones se publican en el *IFC Bulletin*, que ahora forma parte de las publicaciones seriadas del BPI.

Banco de Datos del BPI

Los bancos centrales que integran el Banco de Datos transmiten a través de él sus datos nacionales al BPI, que los pone a disposición de los demás

participantes. Los usuarios acceden al Banco de Datos mediante una aplicación web rediseñada que entró en funcionamiento el año pasado. Al mismo tiempo, el Banco de Datos se ha ampliado para incluir información sobre sistemas de pago y liquidación, en concreto la recabada periódicamente por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación.

El año pasado, el banco central de Corea y la autoridad monetaria de Singapur entraron oficialmente a formar parte del Banco de Datos, que cuenta con 41 de los bancos centrales accionistas del BPI. El resto ha comenzado a facilitar un número limitado de indicadores económicos clave, que se incorporan al documento estadístico de base preparado para las reuniones bimestrales del BPI.

La plataforma técnica del Banco de Datos recibe y difunde electrónicamente las estadísticas financieras internacionales del BPI sobre los mercados internacionales bancario, de valores, de divisas y de derivados.

Estadísticas financieras internacionales

El año pasado se actualizaron las orientaciones para las estadísticas bancarias internacionales del BPI, que constituyen una importante referencia metodológica para los usuarios de dichos datos. El BPI y sus bancos centrales declarantes también realizaron labores de análisis de la relación entre conjuntos de datos bancarios territoriales y consolidados y de las estimaciones para el desglose por monedas de las estadísticas consolidadas.

Los expertos en estadística del BPI proporcionaron apoyo a la recogida de datos sobre mercados de valores por parte del grupo de trabajo del CGFS sobre mercados de bonos en moneda local (véase más arriba). En este proceso se identificaron los datos sobre emisión y tenencias de valores que pueden obtenerse actualmente de diversas fuentes nacionales e internacionales, lo que ha permitido mejorar las estadísticas del BPI sobre valores.

Las estadísticas bancarias y de valores del BPI constituyen un importante semillero de datos para el Centro de Información Conjunto sobre Deuda Externa (*Joint External Debt Hub*), establecido en colaboración con el FMI, la OCDE y el Banco Mundial. El año pasado, el BPI empezó a cooperar activamente con la *International Union of Credit and Investment Insurers* (la Unión Berna) a fin de obtener información sobre el crédito al comercio internacional para incorporarla al Hub.

Los preparativos para la próxima Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad en los Mercados de Divisas y de Derivados, que se llevará a cabo entre abril y junio de 2007, avanzaron a buen ritmo durante el ejercicio, y se espera que en ella participen 54 bancos centrales de todo el mundo. Sus conclusiones se publicarán en el segundo semestre de 2007.

Actualización de las aplicaciones informáticas estadísticas

El BPI está embarcado en una actualización plurianual de sus aplicaciones informáticas pertinentes para mejorar su capacidad de dar apoyo a la cooperación entre bancos centrales en el ámbito estadístico. En el transcurso de este proyecto, el BPI ha obtenido de los bancos centrales información relativa al manejo de herramientas gráficas y series temporales en el contexto

de bases de datos relacionales. Dicha información suele compartirse con los bancos centrales que la facilitan al BPI.

Intercambio de Datos y Metadatos Estadísticos

Al igual que en 2006, el BPI preside en 2007 la iniciativa para el Intercambio de Datos y Metadatos Estadísticos (SDMX), que promueve normas de intercambio de información estadística y está patrocinada por el BPI, junto con el Banco Mundial, el BCE, Eurostat, el FMI, Naciones Unidas y la OCDE. Entre los frutos de esta iniciativa se encuentran:

- normas técnicas, aprobadas por la Organización Internacional de Normalización;
- orientaciones de contenido para el intercambio de datos y metadatos; e
- instrumentos de aplicación provistos por organizaciones patrocinadoras o distribuidores del sector privado.

Más de 200 expertos asistieron en enero de 2007 a la conferencia celebrada por el Banco Mundial, bajo el título «*Towards implementation of SDMX*», en la que se expuso un panorama general de la evolución de SDMX, se hicieron demostraciones prácticas de su funcionamiento y se proporcionó una introducción al desarrollo de las capacidades del sistema. En esta conferencia se anunció un proyecto conjunto entre SDMX y XBRL International (el eXtensible Business Reporting Language empleado para el intercambio electrónico de información contable), que explorará las posibilidades de interoperabilidad de sus respectivos formatos de intercambio de datos.

Los proyectos de normas y orientaciones pueden consultarse y comentarse en la página de SDMX en Internet (www.sdmx.org).

Grupo de Expertos en Informática de bancos centrales del G-10

El principal objetivo del Grupo de Expertos en Informática es intercambiar experiencias técnicas y organizativas en el ámbito informático entre una serie de bancos centrales clave. Este Grupo, que cuenta con diversos grupos de trabajo, se reúne dos veces al año.

En su reunión de noviembre de 2006, evaluó las experiencias de los bancos centrales en torno al tema de las aplicaciones, con especial atención al desarrollo rápido de aplicaciones (RAD). Los asuntos dominantes fueron el buen gobierno informático, la continuidad de la actividad y la seguridad informática. También se debatió una serie de avances en la cooperación entre bancos centrales, en particular por lo que se refiere a la implementación del sistema de pagos europeo TARGET2 en 2007.

Su Grupo de Trabajo sobre Asuntos de Seguridad (WPSI) celebró dos reuniones el año pasado para debatir:

- las estructuras organizativas y la tendencia a combinar seguridad informática y seguridad física;
- riesgos derivados de códigos móviles malintencionados;
- soluciones de acceso remoto;
- segregación de redes; y
- coste de las soluciones de seguridad.

A propósito de la continuidad de la actividad, se hizo hincapié en la gestión del riesgo, en particular por lo que se refiere a los preparativos para posibles pandemias. También ha aumentado la atención dedicada a la capacidad de reacción de los recursos humanos, frente al énfasis que se ponía anteriormente en los recursos informáticos.

En junio de 2007, el Grupo celebró su taller trienal, ahora denominado Central Bank Information Technology Exchange (CBITX). Las cuatro jornadas programadas llevaron por título «*Meeting the needs of knowledge workers*», «*Portfolio management and cost accounting*», «*IT risk management*» y «*IT services provision*», y ofrecieron a los participantes la oportunidad de compartir sus experiencias y preocupaciones, así como las lecciones aprendidas en estos ámbitos.

Este año se adoptó la decisión de organizar una reunión conjunta de los jefes de seguridad informática de los países del G-10 y el WPSI. La primera de ellas, Workshop 2008, se celebrará en el BPI en marzo de 2008 y permitirá el intercambio de experiencias e información en relación con los riesgos operativos a los que están expuestos los bancos centrales.

Cooperación con agrupaciones regionales de bancos centrales

Aunque el BPI no proporciona asistencia técnica bilateral, ocasionalmente apoya iniciativas de formación regional para bancos centrales. En el ejercicio pasado, algunas de ellas fueron:

- el taller «*Financial stability: role of central banks*», organizado por el Banco de Argelia para funcionarios de los bancos centrales de los países francófonos de África septentrional y occidental;
- el seminario «*Non-bank financial intermediation: challenges for central banks*», organizado por los Bancos Centrales del Sudeste Asiático (SEACEN) y celebrado en la sede del Banco Estatal de Vietnam;
- la organización de dos módulos, uno de ellos sobre banca y finanzas y el otro sobre política monetaria, incluidos en el programa del Master en Banca y Finanzas del Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (CESAG), con sede en Dakar;
- una reunión organizada por el Banco de la Reserva de Sudáfrica para los bancos centrales de la Comunidad para el Desarrollo de África Meridional (SADC), sobre la integración monetaria y financiera de la región; y
- un seminario sobre intermediación financiera bancaria o a través del mercado para bancos centrales de Europa central y oriental y de la Comunidad de Estados Independientes en el Instituto Multilateral de Viena.

En el verano de 2006, 40 bancos centrales de países industriales, Europa central y oriental y la Comunidad de Estados Independientes se dieron cita en Basilea en la reunión anual del Grupo de Coordinadores de Cooperación Técnica y Formación. Uno de los temas tratados fue el desplazamiento de la demanda de colaboración técnica a nuevas regiones, especialmente Oriente Próximo, Asia y África (incluido el Magreb).

Auditoría Interna

Los auditores de los bancos centrales del G-10 se reúnen periódicamente para intercambiar experiencias y conocimientos en su ámbito de trabajo y para abordar nuevos problemas y desafíos. Los principales temas de debate suelen girar en torno a las normas internacionales de auditoría 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 2006, el BPI participó en la vigésima Conferencia Plenaria Anual de los Jefes de Auditoría Interna del G-10, auspiciada por el Banco de los Países Bajos, en la que se debatieron temas como la ética, la conciencia ética en auditoría, el empleo de modelos de riesgo 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).

La Auditoría Interna del BPI ha establecido una red de intercambio de información para jefes de auditoría interna de bancos centrales y autoridades monetarias de Asia-Pacífico. En octubre, la Oficina de Representación para las Américas del BPI, en colaboración con la Auditoría Interna, organizó en Ciudad de México la primera reunión del BPI para jefes de auditoría interna de bancos centrales de América Latina y el Caribe.

Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia

El Grupo de los Diez

Como parte de su contribución a la labor de los ministros de Finanzas y los Gobernadores de los bancos centrales de los países del G-10, el BPI participa en sus actividades en calidad de observador y presta servicios de secretaría junto con el FMI y la OCDE. En su reunión de septiembre de 2006 en Singapur, los ministros y Gobernadores estudiaron un informe sobre las perspectivas del G-10 y concluyeron que el cambiante panorama de la economía mundial ponía de relieve la necesidad de dedicar más atención a la cooperación económica internacional. Acordaron que sus futuras reuniones anuales resultarían más útiles si incorporaran debates informales y francos sobre asuntos económicos y financieros internacionales significativos. Para facilitar estas conversaciones, el Presidente del G-10 podría invitar a los presidentes del FSF y de los distintos comités del G-10, así como a otros participantes en la reunión, a introducir temas de debate relacionados con los mercados y sistemas financieros.

Foro sobre la Estabilidad Financiera

El Foro sobre la Estabilidad Financiera (FSF), presidido por el Gobernador del Banco de Italia Mario Draghi, fue creado en el BPI en 1999 por los ministros de

Finanzas y los Gobernadores de los bancos centrales de los países del G-7, para fomentar la estabilidad financiera internacional mejorando el intercambio de información y la cooperación en materia de supervisión y seguimiento del sector financiero. Su misión consiste en analizar los riesgos y las vulnerabilidades 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 de los principales centros financieros, así como por representantes de instituciones financieras internacionales (BPI, Banco Mundial, FMI y OCDE), órganos internacionales de normalización supervisora y reguladora (Comité de Basilea, la IAIS, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad IASB y la Organización Internacional de Comisiones de Valores OICV) y grupos de expertos en bancos centrales (CGFS y CPSS). En enero de 2007 Suiza entró a formar parte del FSF.

Las reuniones plenarias del FSF se celebran con periodicidad semestral. Las dos últimas tuvieron lugar en septiembre de 2006 en París y en marzo de 2007 en Fráncfort. 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. La más reciente de ellas tuvo lugar en Estocolmo en enero de 2007, donde se debatió sobre el rápido crecimiento del crédito, el endeudamiento en moneda extranjera y los desafíos en materia de supervisión asociados con la banca transfronteriza en las economías emergentes europeas.

En su reunión de marzo de 2007, el FSF examinó las causas y consecuencias de las turbulencias que afectaron a los mercados financieros a finales de febrero y principios de marzo de 2007. También comentó la evolución de los mercados de transferencia del riesgo de crédito y el impacto del aumento de las adquisiciones apalancadas y con capital inversión sobre el apalancamiento general de las empresas y las exposiciones al crédito de los intermediarios. El FSF evaluó asimismo los riesgos sistémicos derivados del crecimiento del sector de los fondos de inversión libre y alto riesgo (*hedge funds*), así como las medidas supervisoras, reguladoras y privadas adoptadas en los últimos años para reforzar la disciplina del mercado, las prácticas de gestión del riesgo y la infraestructura del mercado. En vista de la participación cada vez mayor de estos fondos en los mercados de deuda con productos complejos, el FSF debatió la forma en que las instituciones financieras están respondiendo a los riesgos asociados a esta situación, incluida la evolución de las prácticas de garantías, constitución de márgenes y pruebas de tensión (o estrés). A petición de los ministros de Finanzas y los Gobernadores de los bancos centrales de los países del G-7, el FSF ha actualizado su informe del año 2000 sobre instituciones con elevados niveles de apalancamiento.

El FSF también ha promovido la adecuada preparación de las autoridades financieras y del sector financiero en general para afrontar posibles crisis financieras e incidentes relacionados con la continuidad de la actividad, incluida una pandemia de gripe aviaria. En noviembre del año pasado, el FSF y las autoridades británicas organizaron un taller de planificación y comunicación en casos de crisis financieras e incidentes relacionados con la

continuidad de la actividad. Como complemento del mismo, los miembros del FSF están intercambiando información y experiencias en este campo, así como las lecciones extraídas de ejercicios de crisis y de incidentes relacionados con la continuidad de la actividad.

Por otro lado, el FSF está impulsando esfuerzos para encontrar la forma de aumentar la eficacia y eficiencia de las normas, por ejemplo facilitando el diálogo entre los reguladores y el sector financiero. Así, los miembros reguladores del FSF están recopilando los principios y procedimientos que siguen en el desarrollo e interpretación de las nuevas normas y de otras iniciativas de política.

El FSF colabora en pos del fortalecimiento de las normas y prácticas internacionales de contabilidad y auditoría. Dada la necesidad de mejorar la calidad de la auditoría y de aumentar la coherencia de la normativa al respecto en todo el mundo, el FSF acogió favorablemente la primera reunión del Foro Internacional de Reguladores Independientes de Auditoría en marzo de 2007 y apoyó el programa de trabajo previsto. También recopiló los recientes progresos realizados por los órganos normativos en materia de contabilidad para abordar diversos asuntos internacionales, como los continuos esfuerzos para armonizar las normas contables y para garantizar la coherencia en su interpretación.

El grupo del FSF encargado de examinar los centros financieros extraterritoriales (OFC) valoró los avances realizados por sus miembros para promover mejoras adicionales en los OFC, especialmente en cuanto a la eficacia de la cooperación y el intercambio de información transfronterizos y a la idoneidad de los recursos supervisores. El FSF ha emprendido un examen de su iniciativa OFC que someterá a discusión en septiembre de 2007.

Página del FSF en Internet: www.fsforum.org.

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros

El objetivo de Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), cuya sede alberga el BPI desde 1998, consiste en contribuir a la estabilidad financiera internacional a través de una mejor supervisión del sector asegurador, el desarrollo de normas de 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. El constante aumento de miembros activos y observadores es síntoma del creciente reconocimiento de su labor.

Durante el pasado año, la IAIS realizó avances importantes en los cinco ámbitos siguientes.

Contabilidad

La IAIS concluyó un documento de observaciones titulado *Issues arising as a result of the IASB's Insurance Contracts Project – Phase II: second set of IAIS observations*, como aportación a la Segunda Fase del proyecto del Consejo de

Normas Internacionales de Contabilidad. Este documento expone una serie de principios, u observaciones clave, acerca de asuntos de medición que incumben a la presentación tanto de informes financieros de carácter general como de informes reguladores. Los principios expuestos atañen a diversas facetas de la cuantificación de los pasivos del sector asegurador, a los márgenes de riesgo y a ciertos aspectos de la contabilidad de los seguros de vida.

Suficiencia de capital y solvencia

La IAIS está dando forma progresivamente a una estructura y unas normas comunes para la evaluación de la solvencia de las aseguradoras, que servirán para incrementar la transparencia de las compañías de seguros de todo el mundo y para permitir la comparación entre ellas. De ello se beneficiarán los consumidores, el sector en su conjunto, los inversionistas y otras partes interesadas. En octubre se elaboró y adoptó una norma, junto con un *Issues Paper* complementario, acerca de la gestión activo-pasivo, la primera de una serie de normas propuestas conforme al Marco IAIS para la Supervisión del Seguro y enumeradas en el *Roadmap Paper (A new framework for insurance supervision: towards a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency)*. En febrero de 2007, basándose en el documento ya publicado *Cornerstones for the formulation of regulatory financial requirements*, la IAIS aprobó la *IAIS common structure for the assessment of insurer solvency*, que pone los cimientos para que la Asociación confeccione sus normas y orientaciones en esta materia, presentando una metodología coherente que tome el riesgo como referencia para el establecimiento de requisitos financieros reguladores.

Reaseguro

La versión revisada del documento de orientación de la IAIS titulado *Risk transfer, disclosure and analysis of finite reinsurance*, adoptada en octubre de 2006, esboza cómo se ha desarrollado el reaseguro limitado y cómo lo utilizan las aseguradoras, así como cuestiones relacionadas con el reaseguro limitado y diversos métodos de supervisión para afrontarlas. La revisión abarca las secciones dedicadas al ramo de vida y refleja los avances recientes en materia de contabilidad para contratos de reaseguro. En noviembre de 2006, la IAIS publicó la tercera edición de su *Global reinsurance market report*, que analiza la situación financiera general en el sector en 2005, un año insólito para el mercado del reaseguro, que tuvo que hacer frente a niveles de pérdidas sin precedentes debido a catástrofes naturales.

Intercambio de información

Reconociendo la necesidad de colaboración entre los supervisores tanto en el ámbito nacional como en el internacional para garantizar la supervisión eficaz de aseguradoras y reaseguradoras, la IAIS adoptó en febrero de 2007 un documento titulado *Multilateral memorandum of understanding (MMOU) for the sharing of information between supervisors*. El documento establece una serie de principios y procedimientos para el intercambio de información,

de opiniones y de evaluaciones, y proporciona una base más eficaz para hacer posible dicho intercambio.

Formación

A lo largo del pasado año, la IAIS organizó o prestó su ayuda en 20 seminarios, conferencias y talleres en todo el mundo, en colaboración con el FSI. Asimismo, la IAIS culminó su proyecto Core Curriculum, que es el resultado de la fructífera colaboración entre la IAIS y el Grupo Banco Mundial para la elaboración de material destinado a capacitar a supervisores de seguros en los elementos clave de los Principios Básicos del Seguro de la IAIS.

Página de la IAIS en Internet: www.iaisweb.org.

Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos

La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI), cuya sede alberga el BPI desde 2002, contribuye a la estabilidad de los sistemas financieros fomentando la cooperación internacional y promoviendo amplios contactos internacionales entre aseguradores de depósitos y otras partes interesadas. En concreto, la IADI:

- mejora el entendimiento de intereses y asuntos comunes relacionados con los seguros de depósito (o fondos de garantía);
- establece orientaciones para mejorar la eficacia de los sistemas de seguro de depósito;
- facilita el intercambio de experiencias en el campo del seguro de depósito a través de programas de formación, desarrollo y educación; y
- proporciona asesoramiento sobre el establecimiento de sistemas de seguro de depósito eficaces y sobre la mejora de los existentes.

Actualmente, 66 organizaciones de todo el mundo participan en las actividades de la IADI (47 de ellas en calidad de miembros), incluidos bancos centrales interesados en fomentar la adopción o el funcionamiento de sistemas eficaces de seguro de depósitos. Uno de los principales empeños que inspiran los esfuerzos de la IADI por mejorar la eficacia de los sistemas de seguro de depósito es el desarrollo de los principios y mejores prácticas de la IADI, que explican qué aspectos funcionan especialmente bien en diversas jurisdicciones y los motivos para ello.

Durante su quinto año de existencia, la IADI siguió proporcionando numerosos foros a los garantes de depósitos y otras partes con intereses relacionados. Entre ellos destacan:

- Quinta Conferencia Anual, bajo el título «Raising the bar», celebrada en Río de Janeiro en noviembre de 2006, a la que asistieron 160 garantes de depósitos y órganos encargados de las políticas procedentes de 46 países;
- una exposición organizada por la IADI, para la cual 32 organizaciones procedentes de sistemas de todo el mundo facilitaron información acerca de las principales características de sus mecanismos de protección al depositante;
- un seminario internacional de dos días sobre gestión del riesgo empresarial, celebrado en Kuala Lumpur en septiembre de 2006; y

- la conferencia «*International financial instability: cross-border banking and national regulation*», celebrada en Chicago en octubre de 2006, en colaboración con el Banco de la Reserva Federal de Chicago.

En 2006, la IADI publicó *Guidance on interrelationships among safety net players*, el más reciente de una serie de documentos de orientación elaborados a raíz de la publicación de *Guidance for developing effective deposit insurance systems* por parte del Grupo de Trabajo del FSF sobre el seguro de depósito en 2001, así como un documento de orientación sobre cómo hacer frente a las resoluciones bancarias. Por otra parte, el *Research and Guidance Committee* de la IADI está terminando otros documentos de orientación sobre reclamaciones y cobros, buen gobierno, financiación y mandatos efectivos de seguro de depósito, que se publicarán a mediados de 2007.

En octubre de 2006, el *Journal of Banking Regulation* publicó un número especial dedicado al seguro de depósito, elaborado conjuntamente por académicos, el Secretario General de la IADI y profesionales del seguro de depósito.

Entre las actividades regionales más recientes se cuentan conferencias, seminarios y reuniones del Comité en Abuja, Praga, Marrakech, Río de Janeiro, Washington DC, Kuala Lumpur y Hanoi.

También se ha lanzado un nuevo portal web interactivo para facilitar la investigación y proporcionar información sobre temas y actividades relacionados con el seguro de depósito a los miembros y participantes.

Página de la IADI en Internet: www.iadi.org.

Servicios financieros del Banco

Servicios bancarios

El BPI ofrece una amplia gama de servicios financieros específicamente diseñados para ayudar a los bancos centrales y otras autoridades monetarias a administrar sus reservas internacionales. Alrededor de 130 de estas instituciones, así como algunas organizaciones internacionales, utilizan activamente nuestros servicios.

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 desde 1 semana hasta 1 año, y los instrumentos a medio plazo (MTI, Medium-Term Instrument), para vencimientos entre 1 y 10 años. Nuestra gama de productos estándar también incluye una serie de MTI rescatables (*callable*), así como otros instrumentos con cláusulas de opcionalidad incorporadas.

La seguridad y la liquidez son las características esenciales de estos servicios de intermediación crediticia, que se insertan 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 y de mercado. Asimismo, una unidad de cumplimiento y riesgo operacional se encarga de vigilar los riesgos operacionales del Banco.

El BPI realiza operaciones al contado, a plazo y con opciones tanto en divisas como en oro en nombre de sus clientes.

En ocasiones, también concede créditos a corto plazo a bancos centrales (normalmente con garantías) y 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 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 común de activos. El BPI administra dos Fondos Asiáticos de Bonos (ABF1 y ABF2) a través de un BISIP; ABF1 está además gestionado por el BPI mientras que 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, una situada en su sede de Basilea y la otra en su Oficina Asiática de Hong Kong RAE.

Operaciones del Departamento Bancario en 2006/07

El balance de situación del BPI volvió a incrementarse en 2006/07, hasta alcanzar, a 31 de marzo de 2007, la cifra récord de 270.900 millones de DEG, lo que supone un aumento de 50.800 millones de DEG (23%) con respecto al año anterior. De ellos, alrededor de 1.000 millones se debieron al incremento en el precio de mercado del oro. Si los tipos de cambio hubieran permanecido constantes, el aumento habría sido de 1.700 millones de DEG más.

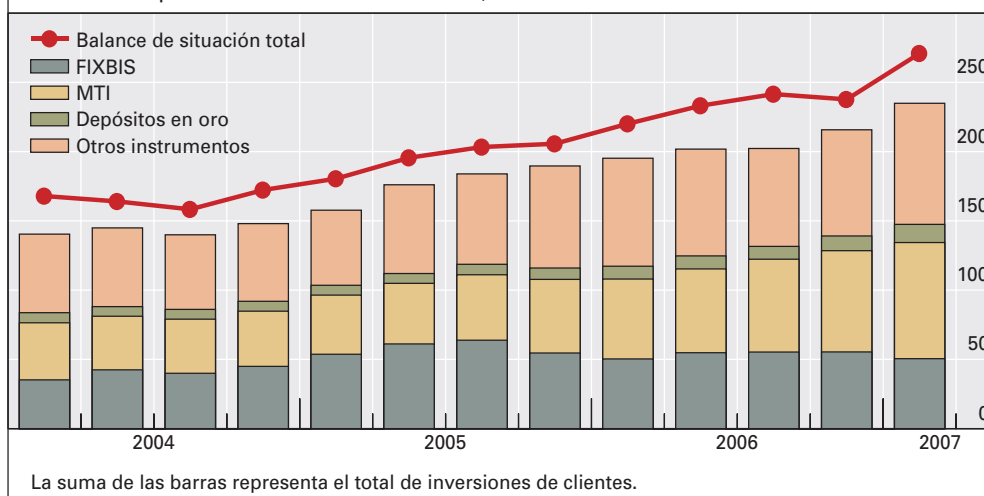
Pasivo

El balance del BPI viene determinado principalmente por las inversiones de nuestros clientes, que conforman la mayor parte del total del pasivo (véase gráfico). A 31 de marzo de 2007, las colocaciones de clientes alcanzaron los 234.900 millones de DEG, frente a los 195.200 millones al cierre del ejercicio anterior.

En torno al 95% de estas inversiones están denominadas en monedas y el resto lo está en oro. Los depósitos en monedas crecieron desde 186.000 millones de DEG hace un año hasta 221.800 millones de DEG a finales de marzo de 2007, lo que representa aproximadamente el 6% de las reservas mundiales de divisas, que ascienden a casi 3,5 billones de DEG, frente a los 3,0 billones a finales de marzo de 2006. Las inversiones denominadas en dólares de Estados Unidos representaron el 62% del total, mientras que los

Balance de situación total e inversiones de clientes, por tipos de producto

Cifras correspondientes al final del trimestre, en miles de millones de DEG



fondos en euros alcanzaron el 21%. Los depósitos en oro se situaron en 13.100 millones de DEG a finales de marzo de 2007, lo que supone un aumento de 3.900 millones de DEG durante el ejercicio financiero, de los que aproximadamente 800 millones se debieron a efectos de valoración (es decir, al incremento del precio del oro).

En términos de productos financieros, la expansión de las inversiones en monedas de nuestros clientes obedeció principalmente al aumento del 45% en las inversiones en MTI, el instrumento del BIS más elegido por nuestros clientes.

Por regiones, las colocaciones en el BPI durante el ejercicio muestran una evolución relativamente estable, siendo los clientes asiáticos lo más numerosos.

Activo

El activo del BPI se compone en su mayoría de inversiones en bancos comerciales internacionales de excelente reputación y de títulos de deuda pública o cuasi-pública, así como pactos de recompra inversa. Además, a 31 de marzo de 2007, el Banco poseía 150 toneladas de oro fino, habiendo dispuesto de 15 toneladas a lo largo del ejercicio financiero. Sus posiciones crediticias se gestionan de manera muy conservadora, de tal modo que, a 31 de marzo de 2007, el 99,7% de ellas tenían calificación A- o superior (véase la Nota 4D a los estados financieros).

En esa misma fecha, los depósitos en monedas y los valores que posee el Banco, incluidos los acuerdos con pacto de recompra inversa, alcanzaban los 247.900 millones de DEG, lo que supone un aumento con respecto a los 199.200 millones contabilizados a finales del pasado ejercicio. La mayoría de estos fondos adicionales se invirtieron en depósitos en bancos comerciales de gran calidad, valores de elevada calificación y acuerdos con pacto de recompra inversa con garantía del Estado.

El BPI recurre a diversos instrumentos financieros derivados con el fin de gestionar de forma más eficiente sus activos y pasivos (véase la Nota 9 a los estados financieros).

Funciones de agente y fideicomisario

Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales

El Banco continuó actuando como fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes and Young (para saber más al respecto, véase el *63° Informe Anual* de junio de 1993). Su agente de pagos, el Deutsche Bundesbank, notificó al BPI que en 2006 la Bundesamt für zentrale Dienste und offene Vermögensfragen (BADV, la oficina federal alemana para la regulación de asuntos patrimoniales) había concertado el pago de aproximadamente 4.900 millones de euros en concepto de amortización y pago de intereses. La cuantía del reembolso y otros detalles fueron publicados por la BADV 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 BADV (como se detalla en el *50° Informe Anual* de junio de 1980), que hizo extensiva a los bonos de consolidación 1990–2010.

Agente depositario de plica

El BPI llevó a cabo sus funciones de agente depositario en virtud de un Acuerdo de Depósito y Plica con el Banco Central de Nigeria con fecha 31 de octubre de 2005 (véase *76° Informe Anual* de junio de 2006). Sus obligaciones en virtud de este Acuerdo se extinguieron con la última entrega de fondos en febrero de 2007, es decir, tres meses antes de lo previsto (31 de mayo).

Agente depositario de garantías

En virtud de una serie de acuerdos, el BPI actúa en calidad de agente depositario e inversor de garantías en beneficio de los titulares de determinados bonos denominados en divisas que emiten algunos países mediante acuerdos de reestructuración de su deuda externa. Durante 2006/07, estos acuerdos de garantía incluyeron los correspondientes a los bonos peruanos (véase el *67° Informe Anual* de junio de 1997) y los de Costa de Marfil (véase el *68° Informe Anual* de junio de 1998). Sus funciones como agente depositario de garantías para los acuerdos correspondientes a los bonos brasileños (descritas en el *64° Informe Anual* de junio de 1994) cesaron en junio de 2006 con la compra anticipada por parte de Brasil de todos los bonos en circulación.

Cuestiones institucionales y administrativas

La administración del Banco

Política presupuestaria

El proceso de formulación del presupuesto del Banco para su siguiente ejercicio financiero comienza aproximadamente seis meses antes, cuando la Alta Dirección del Banco ofrece las pautas generales de actividad y establece el marco financiero. En este contexto, cada unidad de negocio presenta sus planes y los recursos que necesitará para llevarlos a cabo. El proceso para conciliar planes de negocios, objetivos y recursos disponibles culmina con la elaboración de un presupuesto financiero preliminar, que debe ser aprobado por el Consejo antes del inicio del nuevo ejercicio.

En la elaboración del presupuesto, se distingue entre gastos administrativos y gastos de capital. Al igual que ocurre en organizaciones similares, los gastos de personal y Dirección del BPI, incluyendo remuneraciones, pensiones y seguros de salud y accidente, suponen aproximadamente el 70% de los costes de administración. Otras grandes partidas, cada una en torno al 10% de los gastos administrativos, son informática y telecomunicaciones, así como edificios y equipamiento. El gasto de capital hace referencia principalmente a la inversión en edificios e informática, pudiendo variar significativamente de año en 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 2006/07 alcanzaron los 227,3 millones de francos suizos, un 2,0% por debajo de la cantidad presupuestada de 232,0 millones de francos suizos², mientras la inversión de capital ascendió a 21,3 millones de francos suizos, aproximadamente 4,9 millones menos de lo presupuestado. El ahorro en la partida administrativa se debió principalmente al menor gasto en las asignaciones al personal desplazado, en otros gastos de personal y en informática y telecomunicaciones.

Los gastos administrativos y de capital también reflejaron las prioridades definidas en el presupuesto 2006/07, a saber:

- ampliación de los servicios del BPI con el fin de profundizar en su relación con sus bancos centrales accionistas en la región Asia-Pacífico. Esta iniciativa da continuación al programa trienal de estudio de políticas monetarias y financieras en Asia, que se inició en otoño de 2006;
- implementación de los resultados de la revisión de actividades llevada a cabo en 2005/06, que identificó una serie de ámbitos susceptibles de mejorar la eficiencia del BPI. Este ejercicio, que se llevará a cabo a lo largo de los próximos años, generará ganancias de eficiencia que permitirán

² La contabilidad presupuestaria del Banco se basa en efectivo y excluye determinados ajustes contables financieros (en su mayoría relacionados con obligaciones de desembolso por prestaciones de jubilación), que reflejan la evolución de los mercados financieros y de los supuestos actuariales. Estos factores adicionales se incluyen como «Gastos de explotación» de la Cuenta de pérdidas y ganancias (véase «Beneficio neto y su distribución»).

reassignar recursos a ámbitos prioritarios, mejorando así los servicios que el BPI presta a los bancos centrales; y

- refuerzo de la seguridad física en sus instalaciones, renovación de las salas de reunión en su edificio de la Torre en Basilea y modernización de sus instalaciones deportivas.

En marzo de 2007, el Consejo aprobó un incremento del 2,9% en el presupuesto administrativo para el ejercicio financiero 2007/08, hasta los 238,8 millones de francos suizos. El presupuesto de capital prevé una reducción de 1,2 millones de francos suizos, para situarse así en 24,7 millones. El presupuesto para 2007/08 hace especial hincapié en el refuerzo de las actividades actuales del Banco. Además de proseguir con las prioridades de 2006/07 antes mencionadas, el Banco se fija dos nuevos objetivos para el ejercicio 2007/08:

- La mejora de la información y el control financieros, principalmente en la Secretaría General y en el *back office* y funciones de apoyo del Departamento Bancario. Esta iniciativa se suma a los avances realizados en años anteriores en las unidades de gestión de riesgos, auditoría interna y cumplimiento del Banco.
- Un plan para mejorar las instalaciones y mecanismos de continuidad de la actividad en una ubicación europea alejada de Basilea, que se pondrá en práctica en 2008/09.

Política retributiva

El trabajo que realiza el personal del BPI se evalúa mediante una serie de criterios objetivos, entre los que se encuentran la titulación, la experiencia y las responsabilidades, y se clasifica en distintas categorías laborales que se insertan en una estructura salarial por bandas. Periódicamente, se realizan estudios en los que se compara la estructura salarial del BPI con la de instituciones o segmentos de mercado equiparables. Este análisis tiene en cuenta las diferencias en la tributación de los salarios que percibe el personal de las instituciones estudiadas. Al aplicar los datos de mercado a los sueldos del BPI, el Banco retiene 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 esta encuesta, la estructura salarial se ajusta en función de la tasa de inflación en Suiza y del aumento medio de los salarios reales en el sector empresarial de los principales países industriales. En julio de 2006, la estructura retributiva se incrementó un 1,5% en términos nominales. La retribución de cada empleado se reajusta por méritos propios dentro de los límites de su categoría salarial, a partir de una evaluación periódica de su rendimiento. En 2006 se actualizó este proceso de evaluación del rendimiento con la introducción de un sistema electrónico, que comenzó a funcionar en febrero de 2007.

El personal extranjero no residente en Suiza en el momento de ser contratado, incluidos los altos directivos, tiene derecho a una asignación por desplazamiento, que 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 una asignación en concepto de

educación³. Además, el BPI ofrece a sus empleados un seguro médico y un plan de pensiones de prestaciones definidas, ambos contributivos. La retribución y prestaciones del personal transferido desde Basilea a alguna de las Oficinas de Representación del BPI se determinan en virtud de la política del Banco para misiones internacionales.

A comienzos de 2005 se decidió realizar encuestas periódicas para equiparar las condiciones salariales de los altos cargos del Banco a las de instituciones similares. En el tiempo que transcurre 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 2006, la remuneración anual de los principales directivos, antes de la asignación por desplazamiento, se basaba en la siguiente estructura salarial:

- Director General⁴ 726.990 francos suizos
- Director General Adjunto 615.140 francos suizos
- Jefes de Departamento 559.220 francos suizos

La Asamblea General Anual aprueba la remuneración de los miembros del Consejo de Administración, que se ajusta cada tres años. A 1 de abril de 2007, la remuneración anual fija del Consejo de Administración en su conjunto ascendía a 992.760 francos suizos. Además, los miembros del Consejo perciben un estipendio por cada reunión del Consejo a la que asisten. Suponiendo que todos los consejeros estuvieran representados en todas las reuniones del Consejo, el total anual de estos estipendios ascendería a 921.120 francos suizos.

Beneficio neto y su distribución

Beneficio neto

El beneficio neto del 77º ejercicio financiero (2006/07) fue de 639,4 millones de DEG, frente a los de 599,2 millones de DEG del ejercicio anterior.

Ingresos totales de explotación

Los ingresos totales de explotación alcanzaron 682,3 millones de DEG en el ejercicio financiero 2006/07, frente a los 573,4 millones del ejercicio anterior. Tres fueron las razones principales de esta evolución:

- Los ingresos por intereses procedentes de títulos de inversión crecieron por el mayor rendimiento por intereses y, en menor medida, por el crecimiento de los fondos propios del Banco denominados en divisas, a raíz de beneficios no distribuidos y la venta de oro propio.
- Los ingresos netos procedentes de las actividades del Banco como depositario crecieron con el aumento continuo de los depósitos de

³ Algunos miembros del personal que comenzaron a trabajar en el Banco antes de 1997 perciben una asignación por desplazamiento del 25%, pero no gozan sin embargo de la asignación por educación.

⁴ Además de su salario base, el Director General percibe una asignación anual en concepto de representación y goza de derechos de jubilación especiales.

clientes, que compensaron con creces el ligero descenso en los márgenes de los fondos en préstamo.

- En 2006/07 se produjo una pequeña diferencia de cambio neta positiva por valor de 0,9 millones de DEG. En el ejercicio anterior, se registró una diferencia de cambio neta negativa por valor de 25,2 millones de DEG, debido principalmente al impacto de la apreciación del precio del oro en el valor de mercado de los contratos a plazo para la venta de oro propio en dicho ejercicio.

Gastos de explotación

Los gastos de explotación (véase Nota 28 a los estados financieros) fueron de 149,8 millones de DEG, un 2,0% más que en el ejercicio anterior (146,9 millones de DEG). Los gastos administrativos antes de amortización ascendieron a 137,7 millones de DEG, un 3,1% más que un año antes (133,6 millones de DEG). El coste de amortización pasó de 13,3 a 12,1 millones de DEG.

Beneficio de explotación y otros beneficios

El beneficio de explotación, que representa lo obtenido por el Banco en el desempeño de sus actividades cotidianas, fue de 532,5 millones de DEG, un 24,9% más que en el ejercicio 2005/06 (426,5 millones de DEG).

La venta de valores de inversión produjo una pérdida neta de 27,0 millones de DEG durante el ejercicio financiero, debido a una realineación de la cartera de inversión del Banco con respecto a su posición de referencia subyacente y a la venta de valores adquiridos cuando las tasas de interés eran menores. En 2005/06, la venta de valores de inversión reportó una ganancia de 58,2 millones de DEG.

La ganancia realizada de 133,9 millones de DEG por la venta de activos de inversión en oro durante 2006/07 se produjo por la venta de 15 de las 165 toneladas de oro que poseía el Banco a 31 de marzo de 2006. En 2005/06, esta ganancia fue inferior (114,5 millones de DEG), también por la venta de 15 toneladas de oro propio del Banco.

Política de dividendos

A lo largo del ejercicio financiero 2005/06, el Consejo de Administración examinó la política de dividendos del BPI, teniendo en cuenta las necesidades de capital del Banco y el interés de sus accionistas por obtener un rendimiento adecuado y sostenible por sus acciones del BPI. En sus conclusiones, el Consejo decidió que el sistema empleado hasta ahora de aumentar el dividendo en 10 DEG cada año seguía siendo coherente con dichas consideraciones. En virtud de este sistema, el dividendo en 2004/05 fue de 235 DEG por acción y en 2005/06 fue de 245 DEG por acción. 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.

El Consejo propone que el dividendo para el ejercicio 2006/07 vuelva a incrementarse en 10 DEG, hasta alcanzar 255 DEG por acción. La próxima

evaluación del importe del dividendo por parte del Consejo tendrá lugar en el ejercicio 2007/08.

Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio financiero

En virtud del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que el beneficio neto de 639,4 millones de DEG del ejercicio financiero 2006/07 sea distribuido por la Asamblea General de la siguiente manera:

1. 139,3 millones de DEG para el pago de un dividendo de 255 DEG por acción;
2. 50,0 millones de DEG al fondo de reserva general⁵;
3. 6,0 millones de DEG al fondo de reserva especial para dividendos;
4. 444,1 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 esta propuesta en la Asamblea General Anual, el dividendo del Banco será pagadero el 2 de julio de 2007 a los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco a 31 de marzo de 2007; 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 255 DEG por acción propuesto para 2006/07 supone un aumento del 4,1% sobre el de 2005/06.

El dividendo completo se abonará a 546.125 acciones. El número de acciones emitidas y desembolsadas asciende a 547.125, de las que 1.000, correspondientes a las acciones en suspenso de la emisión albanesa, las mantenía el Banco en su autocartera a 31 de marzo de 2007. No se abonará ningún dividendo a estas acciones propias.

Informe de los auditores

Los estados financieros del Banco han sido debidamente auditados por Deloitte AG, quien ha confirmado que reflejan fielmente la situación financiera del Banco a 31 de marzo de 2007 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Dicho informe figura a continuación de los estados financieros.

⁵ Dado que el fondo de reserva general cuadruplicó el capital desembolsado por el Banco a 31 de marzo de 2006, en virtud del Artículo 51 de los Estatutos del Banco ha de transferirse a dicho fondo el 10% del beneficio tras el reparto de dividendos, 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
David Dodge, Ottawa
Mario Draghi, Roma
Toshihiko Fukui, Tokio
Timothy F. Geithner, Nueva York
Lord George, Londres
Stefan Ingves, Estocolmo
Mervyn King, Londres
Christian Noyer, París
Guillermo Ortiz, Ciudad de México
Guy Quaden, Bruselas
Fabrizio Saccomanni, Roma
Jean-Claude Trichet, Fráncfort del Meno
Alfons Vicomte Verplaetse, Bruselas
Axel A. Weber, Fráncfort del Meno
Nout H. E. M. Wellink, Ámsterdam
Zhou Xiaochuan, Pekín

Suplentes

Giovanni Carosio o Ignazio Visco, Roma
Donald L. Kohn o Karen H. Johnson, Washington
Peter Praet o Jan Smets, Bruselas
Hermann Remsperger o 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 la Secretaría General
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, Instituto para la Estabilidad Financiera

Nombramientos de consejeros y altos cargos

Como se indicó antes, en su asamblea de junio de 2006 el Consejo eligió a tres nuevos miembros por un mandato de tres años, a partir del 1 de julio de 2006: Guillermo Ortiz, Gobernador del Banco de México; Jean-Claude Trichet, Presidente del Banco Central Europeo; y Zhou Xiaochuan, Gobernador del Banco Popular de China.

En dicha reunión, Nout Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos, fue reelegido Presidente del Consejo de Administración del BPI por un periodo de tres años hasta el 30 de junio 2009.

En su reunión de septiembre de 2006, el Consejo reafirmó en sus cargos de Consejeros a David Dodge, Gobernador del Banco de Canadá y a Toshihiko Fukui, Gobernador del Banco de Japón, por un periodo de tres años, hasta el 12 de septiembre de 2009.

Ben Bernanke, Presidente del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, reeligió mediante carta con fecha 20 de julio de 2006 a Timothy Geithner, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, como miembro del Consejo de Administración del BPI por un mandato de tres años, hasta el 12 de septiembre de 2009.

En noviembre de 2006, Pierluigi Ciocca dimitió de su cargo como Director General Adjunto del Banco de Italia, dejando por ende vacante su cargo de Consejero del BPI. En su carta de 7 de noviembre de 2006, Mario Draghi,

Gobernador del Banco de Italia, eligió a Fabrizio Saccomanni, Director General del Banco de Italia, para cubrir la vacante de Ciocca en el Consejo de Administración del BPI hasta el fin de su mandato, el 22 de diciembre de 2008. Jean-Pierre Landau, Segundo Gobernador Adjunto del Banco de Francia, dejó su cargo en el Consejo de Administración del BPI al finalizar su mandato, el 27 de noviembre de 2006.

En su reunión de marzo de 2007, el Consejo reeligió como miembro a Jean-Pierre Roth, Presidente del Consejo de Gobierno del Banco Nacional de Suiza, por un mandato de tres años, hasta el 31 de marzo de 2010. En aras de la claridad, en esa misma reunión se confirmó también su mandato como Presidente del Consejo de Administración, del 1 de marzo de 2006 al 28 de febrero de 2009.

Axel Weber, Presidente del Deutsche Bundesbank, designó a Hermann Remsperger como su primer Suplente a partir de junio de 2006, en sustitución de Jürgen Stark. Con efectos desde julio de 2006, Ben Bernanke, Presidente del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, nombró a Donald Kohn como su primer Suplente, para reemplazar a Roger Ferguson.

La composición de la Alta Dirección del BPI no sufrió cambio alguno.

Bancos centrales miembros del BPI⁶

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banco de la Reserva de la India
Agencia Monetaria de Arabia Saudita	Banco de Indonesia
Banco de Argelia	Banco Central y Autoridad de los Servicios Financieros de Irlanda
Banco Central de la República Argentina	Banco Central de Islandia
Banco de la Reserva de Australia	Banco de Israel
Banco Nacional de Austria	Banco de Italia
Banco Nacional de Bélgica	Banco de Japón
Banco Central de Bosnia y Herzegovina	Banco de Letonia
Banco Central de Brasil	Banco de Lituania
Banco Nacional de Bulgaria	Banco Nacional de la República de Macedonia
Banco de Canadá	Banco Central de Malasia
Banco Central de Chile	Banco de México
Banco de la República Popular de China	Banco Central de Noruega
Banco de Corea	Banco de la Reserva de Nueva Zelanda
Banco Nacional de Croacia	Banco de los Países Bajos
Banco Nacional de Dinamarca	Banco Nacional de Polonia
Banco Nacional de Eslovaquia	Banco de Portugal
Banco de Eslovenia	Banco de Inglaterra
Banco de España	Banco Nacional de la República Checa
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (Estados Unidos)	Banco Nacional de Rumania
Banco de Estonia	Banco Central de la Federación Rusa
Banco Central Europeo	Autoridad Monetaria de Singapur
Bangko Sentral ng Pilipinas (Filipinas)	Banco de la Reserva de Sudáfrica
Banco de Finlandia	Sveriges Riksbank (Suecia)
Banco de Francia	Banco Nacional de Suiza
Banco de Grecia	Banco de Tailandia
Autoridad Monetaria de Hong Kong	Banco Central de la República de Turquía
Magyar Nemzeti Bank (Hungría)	

⁶ De conformidad con el Artículo 15 de sus Estatutos, el capital del Banco se encuentra únicamente en manos de bancos centrales. La situación jurídica de la emisión yugoslava del capital del BPI está actualmente en proceso de revisión tras las reformas constitucionales de febrero de 2003 que convirtieron la República Federal de Yugoslavia en la Unión de Serbia y Montenegro, con dos bancos centrales distintos, y la posterior declaración de independencia de la República de Montenegro con respecto al Estado Unión en mayo de 2006.

Estados financieros

a 31 de marzo de 2007

Los estados financieros que figuran en las páginas 218 a 258, correspondientes al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007, fueron aprobados el 7 de mayo de 2007. 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 24 de junio de 2007.

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 2007

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2007	2006
Activo			
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	5	92,4	33,0
Oro y depósitos en oro	6	15.457,6	11.348,0
Letras del tesoro	7	43.159,3	47.311,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	7	61.193,5	19.519,2
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	8	91.266,0	87.898,5
Deuda pública y otros valores	7	52.244,0	44.436,4
Instrumentos financieros derivados	9	1.850,8	1.956,0
Cuentas pendientes de cobro	10	5.473,6	7.444,7
Terrenos, edificios y equipamiento	11	188,0	188,4
Total del activo		270.925,2	220.136,1
Pasivo			
Depósitos en monedas	12	221.790,1	185.991,5
Depósitos en oro	13	13.134,9	9.235,6
Títulos vendidos con pacto de recompra	14	1.062,5	1.222,4
Instrumentos financieros derivados	9	2.816,2	2.674,9
Cuentas pendientes de pago	15	19.584,1	9.251,3
Otros pasivos	16	373,8	169,4
Total del pasivo		258.761,6	208.545,1
Recursos propios			
Capital social	17	683,9	683,9
Reservas estatutarias	18	9.538,5	9.071,7
Cuenta de pérdidas y ganancias		639,4	599,2
a deducir: Acciones propias	20	(1,7)	(1,7)
Otros recursos propios	21	1.303,5	1.237,9
Total de recursos propios		12.163,6	11.591,0
Total pasivo y recursos propios		270.925,2	220.136,1

Cuenta de pérdidas y ganancias

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2007	2006
Ingresos por intereses	23	8.858,0	6.239,1
Gastos por intereses	24	(8.241,2)	(5.569,1)
Diferencias netas de valoración	25	63,3	(74,1)
Ingresos netos por intereses		680,1	595,9
Ingresos netos por honorarios y comisiones	26	1,3	2,7
Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)	27	0,9	(25,2)
Ingresos totales de explotación		682,3	573,4
Gastos de explotación	28	(149,8)	(146,9)
Beneficio de explotación		532,5	426,5
(Pérdidas)/ganancias netas por venta de títulos disponibles para la venta	29	(27,0)	58,2
Ganancias netas por venta de activos de inversión en oro	30	133,9	114,5
Beneficio neto del ejercicio financiero		639,4	599,2
Ganancias por acción básicas y diluidas (en DEG por acción)	31	1.170,8	1.108,5

Estado de flujos de efectivo

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2007	2006
Flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades de operación			
Beneficio de explotación		532,5	426,5
Partidas distintas de flujos de efectivo incluidas en el beneficio de explotación			
Amortización de terrenos, edificios y equipamiento	11	12,0	13,3
Variación neta de activos y pasivos de explotación			
Pasivos por depósitos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		36.225,6	23.216,8
Activos bancarios en monedas		(39.242,3)	(30.719,4)
Pasivos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso		2.106,3	8.515,2
Pasivos en forma de depósitos en oro		3.899,3	2.124,8
Activos bancarios en oro y en forma de depósitos en oro		(4.063,0)	(2.118,0)
Cuentas pendientes de cobro		(15,8)	0,3
Otros pasivos/cuentas pendientes de pago		205,6	19,6
Instrumentos financieros derivados netos		246,4	(533,7)
Flujo de efectivo neto de/(utilizado en) actividades de operación		(93,4)	945,4
Flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades de inversión			
Variación neta de activos de inversión en monedas disponibles para la venta	7B	105,5	(1.676,9)
Variación neta de activos de inversión en monedas al valor razonable con cambios en resultados		(548,9)	–
Títulos vendidos con pacto de recompra		(159,9)	63,0
Variación neta de activos de inversión en oro	6B	208,4	187,9
Adquisición neta de terrenos, edificios y equipamiento	11	(11,6)	(12,6)
Flujo de efectivo neto de/(utilizado en) actividades de inversión		(406,5)	(1.438,6)
Flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades financieras			
Reparto de dividendos		(132,4)	(114,4)
Redistribución de acciones propias		–	468,2
Recompra de acciones en 2001 – pagos a antiguos accionistas	16	(1,3)	(1,5)
Flujo de efectivo neto de/(utilizado en) actividades financieras		(133,7)	352,3
Total flujo de efectivo neto			
		(633,6)	(140,9)
Impacto neto de las fluctuaciones del tipo de cambio en el efectivo y equivalentes al efectivo			
		(85,8)	108,0
Variación neta del efectivo y equivalentes al efectivo			
		(547,8)	(248,9)
Incremento/(disminución) neto del efectivo y equivalentes al efectivo			
		(633,6)	(140,9)
Efectivo y equivalentes al efectivo, al inicio del ejercicio	32	2.864,6	3.005,5
Efectivo y equivalentes al efectivo, al cierre del ejercicio	32	2.231,0	2.864,6

Propuesta de distribución del beneficio

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2007
Beneficio neto del ejercicio financiero		639,4
Transferencia al fondo de reserva legal	18	–
Propuesta de reparto de dividendo:		
255 DEG por acción para 546.125 acciones		139,3
Propuesta de transferencia a reservas:		
Fondo de reserva general	18	50,0
Fondo de reserva especial para dividendos	18	6,0
Fondo de reserva libre	18	444,1
Resultado después de las transferencias a reservas		–

La propuesta de distribución del beneficio se realiza conforme a lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco.

Evolución de las reservas estatutarias del Banco

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007

<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	2007 Total de reservas estatutarias
Saldo a 31 de marzo de 2006		68,3	2.913,1	136,0	5.954,3	9.071,7
Distribución del beneficio 2005/06	18	–	46,7	6,0	414,1	466,8
Saldo a 31 de marzo de 2007, según el Balance de situación, previo a la Propuesta de distribución del beneficio		68,3	2.959,8	142,0	6.368,4	9.538,5
Propuesta de transferencias a reservas	18	–	50,0	6,0	444,1	500,1
Saldo a 31 de marzo de 2007 tras la propuesta de distribución del beneficio		68,3	3.009,8	148,0	6.812,5	10.038,6

Evolución de los recursos propios del Banco

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007

<i>En millones de DEG</i>	Notas	Capital social	Reservas estatutarias	Pérdidas y ganancias	Acciones propias	Otros recursos propios	Total recursos propios
Recursos propios a 31 de marzo de 2005		683,9	8.743,2	370,9	(396,2)	851,5	10.253,3
Ingresos:							
Beneficio neto de 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 los activos disponibles para la venta	21A	-	-	-	-	(196,5)	(196,5)
Total ingresos reconocidos		-	-	599,2	-	386,4	985,6
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)
Recursos propios a 31 de marzo de 2006		683,9	9.071,7	599,2	(1,7)	1.237,9	11.591,0
Ingresos:							
Beneficio neto de 2006/07		-	-	639,4	-	-	639,4
Diferencias netas de valoración de los activos de inversión en oro	21B	-	-	-	-	41,8	41,8
Diferencias netas de valoración de los activos disponibles para la venta	21A	-	-	-	-	23,8	23,8
Total ingresos reconocidos		-	-	639,4	-	65,6	705,0
Pago del dividendo 2005/06		-	-	(132,4)	-	-	(132,4)
Distribución del beneficio 2005/06		-	466,8	(466,8)	-	-	-
Recursos propios a 31 de marzo de 2007, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		683,9	9.538,5	639,4	(1,7)	1.303,5	12.163,6
Propuesta de reparto de dividendo		-	-	(139,3)	-	-	(139,3)
Propuesta de transferencias a reservas		-	500,1	(500,1)	-	-	-
Recursos propios a 31 de marzo de 2007 tras la propuesta de distribución del beneficio		683,9	10.038,6	-	(1,7)	1.303,5	12.024,3

A 31 de marzo de 2007, las reservas estatutarias incluyen primas de emisión por valor de 811,7 millones de DEG (2006: 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 contempla 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 en pagos financieros internacionales. En la actualidad, el Banco cuenta entre sus miembros a cincuenta y cinco bancos centrales, que ejercen sus derechos de representación y voto en la Asamblea General en proporción al número de acciones del BPI emitidas en sus respectivos países. El Consejo de Administración del Banco está 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 estos se unen los Gobernadores de los bancos centrales del Canadá, China, Japón, México, los Países Bajos, Suecia y Suiza, y el Presidente del Banco Central Europeo.

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. Alcance de los estados financieros

Los estados financieros aquí recogidos abarcan activos y pasivos controlados por el Banco que le otorgan beneficios financieros, derechos y obligaciones predominantes.

No se incluyen por tanto activos o pasivos que estén a nombre del Banco pero que no estén bajo su control. En la Nota 35 se recoge el activo y el pasivo fuera de balance.

B. 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 de diciembre de 2005 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 USD, 0,410 EUR, 18,4 JPY y 0,0903 GBP. Hasta el 1 de enero de 2006, el DEG equivalía a la suma de 0,577 USD, 0,426 EUR, 21 JPY y 0,0984 GBP. Este cambio en la composición de la cesta no alteró el valor del DEG anterior con respecto al nuevo a 31 de diciembre de 2005, de modo que no dio lugar a minusvalías o plusvalías significativas. La composición de esta cesta de monedas está sujeta a la revisión quinquenal del FMI, prevista para diciembre de 2010.

Todas las cifras recogidas en los presentes estados financieros aparecen en millones de DEG a menos que se indique lo contrario.

C. Conversión monetaria

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 en la Cuenta de pérdidas y ganancias como diferencias de cambio netas positivas o negativas.

D. Clasificación de instrumentos financieros

Una vez identificado un instrumento financiero, éste se inserta en una de las siguientes categorías:

- Préstamos y partidas por cobrar
- Instrumentos al valor razonable con cambios en resultados
- Instrumentos disponibles para la venta

Esta asignación depende de la naturaleza del instrumento financiero en cuestión y de la finalidad con la que se haya adquirido, según se describe en la sección E a continuación.

La designación del instrumento financiero determina el criterio contable que se le aplicará, según se describe más adelante. Si un instrumento se clasifica como mantenido al valor razonable con cambios en resultados, el Banco ya no cambiará esta designación.

E. Composición del activo y el pasivo

El activo y el pasivo del Banco se organizan en dos tipos de carteras:

1. Carteras bancarias

Se componen de pasivos en forma de depósitos en monedas y en oro, y de activos de la cartera bancaria y derivados relacionados.

El banco realiza operaciones bancarias en monedas y en oro en nombre de sus bancos centrales clientes. En dichas actividades, el Banco asume un riesgo limitado de tasas de interés, de precio del oro y de divisas.

El Banco clasifica como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados todos los instrumentos financieros en monedas de sus carteras bancarias (excepto efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista, cuentas a la vista y con preaviso, y pasivos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso). La utilización del valor razonable en las carteras bancarias en monedas se describe más adelante en el apartado I.

Todos los instrumentos financieros en oro se clasifican como préstamos y partidas por cobrar.

2. Carteras de inversión

Se componen de activos, pasivos y derivados relacionados principalmente con la inversión de los recursos propios del Banco.

El Banco mantiene la mayoría de sus recursos 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.

Los activos en monedas relevantes (excepto efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista, y cuentas a la vista y con preaviso) se contabilizan como disponibles para la venta. Los títulos relacionados vendidos en acuerdos con pacto de recompra se clasifican como préstamos y partidas por cobrar.

Además, el Banco mantiene parte de sus recursos propios en carteras que se gestionan de forma más activa. Los activos en monedas de estas carteras son activos de negociación, por lo que se clasifican como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

El resto de los recursos propios del Banco se mantiene en oro. Las tenencias de oro propias del Banco se clasifican como disponibles para la venta.

F. Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista

El efectivo en caja y las cuentas bancarias a la vista se contabilizan en el Balance de situación por el valor de su principal más los intereses devengados cuando corresponda.

G. Cuentas a la vista y con preaviso

Las cuentas a la vista y con preaviso son activos monetarios a corto plazo, con un plazo de preaviso que no suele superar los tres días. Se contabilizan en el Balance como «Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias».

Su naturaleza a corto plazo hace que se contabilicen como préstamos y partidas por cobrar. Además, se incluyen en el Balance de situación por el valor de su principal más los intereses devengados. Los intereses se contabilizan como ingresos por intereses conforme al criterio de devengo.

H. Pasivos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso

Los depósitos en cuenta a la vista y con preaviso son pasivos monetarios a corto plazo, con un plazo de preaviso que no suele superar los tres días. Se contabilizan en el Balance como «Depósitos en monedas».

Su naturaleza a corto plazo hace que se contabilicen como préstamos y partidas por cobrar. Además, se incluyen en el Balance de situación por el valor de su principal más los intereses devengados. Los intereses se contabilizan como gastos por intereses conforme al criterio de devengo.

I. Utilización del valor razonable en las carteras bancarias en monedas

En el desempeño de sus actividades bancarias en monedas, el Banco actúa como creador de mercado para algunos de sus pasivos en forma de depósitos en monedas. Como resultado de esta actividad, el Banco incurre en minusvalías y plusvalías 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 tomando como base el valor razonable general, que se obtiene agrupando todos los activos, pasivos y derivados pertinentes de las carteras bancarias en monedas. De este modo, las los beneficios y pérdidas realizados y no realizados en sus pasivos por depósitos en monedas se compensan en gran medida con los beneficios y pérdidas realizados y no realizados de los activos en monedas y derivados relacionados, o de otros pasivos en forma de depósitos en monedas.

Para reducir la inconsistencia contable que supondría reconocer las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas conforme a criterios distintos, el Banco clasifica los activos, pasivos y derivados relevantes de sus carteras bancarias en monedas como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

J. Pasivos por depósitos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados

Como se ha indicado antes, todos los pasivos por depósitos en monedas, a excepción de los pasivos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso, se consideran 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; los subsiguientes intereses devengados a pagar y la amortización de primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la rúbrica «Gastos por intereses».

Con posterioridad a la fecha de la operación, los pasivos por depósitos en monedas se contabilizan a su valor razonable, añadiéndose las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas en su valor razonable a la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo la rúbrica «Diferencias netas de valoración».

K. Activos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados

Los activos en monedas se componen de letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias, así como deuda pública y otros valores.

Como se mencionó antes, el Banco clasifica todos los activos y pasivos relevantes de sus carteras bancarias en monedas como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados. Además, el Banco gestiona algunas carteras de inversión de forma activa. Los activos en monedas de estas carteras son activos de negociación, por lo que se clasifican como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

En un principio, este tipo de activos se contabiliza en el Balance a su coste en la fecha de la operación; los subsiguientes intereses devengados y la amortización de primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la rúbrica «Ingresos por intereses».

Con posterioridad a la fecha de la operación, los activos en monedas se contabilizan a su valor razonable, añadiéndose las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas sobre su valor razonable a la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo la rúbrica «Diferencias netas de valoración».

L. Activos en monedas disponibles para la venta

Los activos en monedas se componen de letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias, así como deuda pública y otros valores.

Como se mencionó antes, el Banco clasifica como disponibles para la venta todos los activos relevantes de sus carteras de inversión en monedas, excepto aquellos activos pertenecientes a carteras de inversión gestionadas de forma más activa.

En un principio, este tipo de activos se contabiliza en el Balance a su coste en la fecha de la operación; los subsiguientes intereses devengados y la amortización de

primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la rúbrica «Ingresos por intereses».

Con posterioridad a la fecha de la operación, los activos en monedas 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 títulos disponibles para la venta».

M. Posiciones cortas en activos en monedas

Las posiciones cortas en activos en monedas se incluyen en el epígrafe «Otros pasivos» del Balance de situación a su valor de mercado en la fecha de la operación.

N. Oro

Esta categoría se compone de lingotes de oro mantenidos en cuentas a la vista. El Banco considera el oro como un instrumento financiero.

El oro se contabiliza en el Balance de situación al peso (convertido a DEG utilizando el precio de mercado del oro y el tipo de cambio con el dólar de Estados Unidos, USD). 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.

El tratamiento de las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas sobre el oro se describe más adelante en la sección Q.

O. Activos en forma de depósitos en oro

Los activos en forma de depósitos en oro son préstamos de oro a plazo fijo concedidos a bancos comerciales. El Banco considera el oro como un instrumento financiero.

Estos activos se contabilizan en el Balance de situación según su fecha de operación por su peso en oro (convertido a DEG mediante la utilización del precio de mercado del oro y del tipo de cambio con el USD) más los intereses devengados.

Los intereses se contabilizan como ingresos por intereses conforme al criterio de devengo. El tratamiento de las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas sobre el oro se describe más adelante en la sección Q.

P. Pasivos en forma de depósitos en oro

Los pasivos en forma de depósitos en oro son depósitos en oro a la vista y a plazo fijo realizados por bancos centrales. El Banco considera el oro como un instrumento financiero y los pasivos en forma de depósitos en oro se clasifican como préstamos y partidas por cobrar.

Estos pasivos se contabilizan en el Balance de situación según su fecha de operación por su peso en oro (convertido a DEG mediante la utilización del precio de mercado del

oro y del tipo de cambio con el USD) más los intereses devengados.

Los intereses se contabilizan como gastos por intereses conforme al criterio de devengo. El tratamiento de las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas sobre el oro se describe más adelante en la sección Q.

Q. Plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas sobre el oro

El tratamiento de las plusvalías y minusvalías realizadas y no realizadas sobre el oro depende de la clasificación que se le haya dado, según se describe a continuación:

1. Carteras bancarias, incluidos pasivos en forma de depósitos en oro y activos bancarios en oro relacionados

El banco clasifica todos los instrumentos financieros en oro de sus carteras bancarias como préstamos y partidas por cobrar.

Las minusvalías y plusvalías resultantes de estas operaciones se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias como pérdidas o ganancias netas por transacción en el apartado «Diferencia de cambio neta positiva o negativa».

Las minusvalías o plusvalías resultantes de la reconversión de la posición neta en oro en las carteras bancarias se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias como pérdidas o ganancias netas por conversión, en el apartado «Diferencia de cambio neta positiva o negativa».

2. Carteras de inversión, incluidos activos de inversión en oro

Las tenencias de oro propias del Banco se clasifican y contabilizan como activos disponibles para la venta.

Las plusvalías o minusvalías no realizadas de los activos de inversión en oro del Banco por encima de su coste estimado se llevan a la cuenta de nueva valoración del oro como recursos propios, declarándose 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) y convertido al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003.

Las plusvalías o minusvalías realizadas por la enajenación de activos de inversión en oro se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias como «Ganancias netas por venta de activos de inversión en oro».

R. Títulos vendidos con pacto de recompra

Cuando estos pasivos están relacionados con la gestión de activos en monedas al valor razonable con cambios en resultados, se clasifican como instrumentos financieros mantenidos al valor razonable con cambios en resultados. Cuando están relacionados con activos en monedas disponibles para la venta, se clasifican como 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».

Con posterioridad a 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.

S. Derivados

Los derivados se utilizan para gestionar el riesgo de mercado del Banco o bien con fines de negociación y se clasifican como instrumentos financieros mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

En un principio, los derivados se contabilizan en el Balance a su coste en la fecha de operación; los subsiguientes intereses devengados y la 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 plusvalías y minusvalías 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 de razonable —positivo o negativo— que tenga el contrato para el Banco.

T. Política de valoración

Tal y como se indica en estos criterios contables, el Banco contabiliza la mayoría de sus instrumentos financieros en su Balance de situación al 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 dicha transacción en condiciones de igualdad. 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 de los instrumentos financieros negociados en mercados activos, el Banco utiliza las cotizaciones que publican periódicamente los participantes en el mercado (por ejemplo los precios de mercado) o bien las tasas de interés y las volatilidades que se utilizan en las técnicas de valoración más habituales. Cuando no existe un mercado activo para el instrumento

en cuestión o cuando no es posible obtener de otro modo precios de mercado fiables con regularidad, el Banco determina el valor razonable a partir de modelos financieros mediante un análisis de flujo de efectivo descontado. Este análisis se basa en estimaciones de los flujos de efectivo y de las tasas de interés y de cambio en el futuro, y tienen en cuenta la velocidad de amortización anticipada y 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 del Balance de situación y sus oscilaciones en la Cuenta de pérdidas y ganancias se han calculado adecuadamente y reflejan fidedignamente la situación económica subyacente.

U. Cuentas pendientes de cobro y de pago

Las cuentas pendientes de cobro y de pago consisten principalmente en importes a muy corto plazo correspondientes a la liquidación de operaciones financieras. Se contabilizan en el Balance de situación a su coste de adquisición.

V. Terrenos, edificios y equipamiento

El Banco capitaliza el coste de sus terrenos, edificios y equipamiento, que se amortiza linealmente durante la vida útil estimada de los correspondientes activos, del siguiente modo:

Edificios: 50 años

Instalaciones y maquinaria: 15 años

Equipamiento informático: hasta 4 años

Otro equipamiento: entre 4 y 10 años

Los terrenos del Banco no se amortizan. El Banco lleva a cabo exámenes anuales del deterioro del valor de los terrenos, los edificios y el equipamiento. En caso de que el valor contable neto de un activo sea mayor que su importe recuperable estimado, se realiza un ajuste contable parcial del mismo hasta dicho importe.

W. Provisiones

Las provisiones se reconocen cuando el Banco deba hacer frente a una obligación legal o 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. A la hora de determinar una provisión se utilizan las mejores estimaciones y supuestos.

X. 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 en activo y jubilado. Cada uno de estos esquemas es revisado anualmente por actuarios independientes.

Pensiones del personal

El Banco ofrece a sus empleados un esquema de pensiones por el que éstos perciben una prestación definida calculada en función de 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 sus empleados en activo y jubilados que participan en el esquema. 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 tomando el valor actual de los compromisos adquiridos por prestaciones definidas a la fecha de cierre del Balance y restándole el valor razonable de los activos del fondo en 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 prestaciones definidas se determina a partir de estimaciones de los futuros desembolsos, utilizando como tasas de descuento los rendimientos de bonos corporativos de elevada calificación denominados en francos suizos con vencimientos similares a los de los compromisos subyacentes.

La cantidad asentada en la Cuenta de pérdidas y ganancias representa la suma del coste corriente del servicio de las prestaciones devengadas 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 en 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 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.

Y. Estado de flujos de efectivo

El Banco calcula indirectamente su estado de flujos de efectivo a partir de la evolución de su Balance de situación ajustado por cambios en las operaciones financieras en espera de ser liquidadas.

El efectivo y equivalentes al efectivo se compone 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 con un plazo de preaviso que no suele superar los tres días.

3. Utilización de estimaciones

Durante la elaboración de los estados financieros, la Alta Dirección del Banco debe realizar diversas estimaciones a fin de obtener el importe del activo y del pasivo y el de los activos y pasivos contingentes a la fecha de cierre de los estados financieros, además de las cifras correspondientes a ingresos y gastos del ejercicio. En la elaboración de dichas estimaciones, la Alta Dirección no sólo utiliza toda la información de que dispone, sino que también se sirve de su propio criterio e introduce supuestos.

Su criterio lo utiliza al seleccionar y al aplicar las políticas contables del Banco. Los criterios para designar y valorar los instrumentos financieros son esenciales para la elaboración de los presentes estados financieros.

En cuanto a los supuestos introducidos, el Banco utiliza 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 pasivos contingentes.

Los resultados efectivos pueden presentar desviaciones sensibles 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, las tasas 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 debido a factores de riesgo como el factor humano, inadecuación o fallo de los procesos o sistemas, o acontecimientos externos, incluido el riesgo legal.

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 que le permite mantener su fuerte posición patrimonial.

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 a los correspondientes comités gerenciales. La metodología y criterios que aplica el Banco para la gestión de sus riesgos están recogidos en un detallado manual que se revisa de forma periódica.

La función financiera y el servicio jurídico del Banco mejoran el control del riesgo. La primera se encarga de redactar los estados financieros del Banco y de controlar sus gastos mediante el establecimiento y seguimiento del presupuesto anual. El servicio jurídico, por su parte, se encargan de asesorar y prestar asistencia al Banco sobre una amplia gama 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 su Código de Conducta, con otras normas y políticas internas, y con las mejores prácticas. Esta función identifica y evalúa los riesgos que pueden obstaculizar dicho cumplimiento, al tiempo que orienta y educa a los empleados 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 internos y de informar sobre el cumplimiento de las normas internas y de las mejores prácticas del sector. Su ámbito de actuación incluye el análisis de los procedimientos para la gestión del riesgo, los sistemas de control internos, los sistemas de información y los procesos de buen gobierno. La función de auditoría interna informa directamente al Director General y el Director General Adjunto.

El Director General Adjunto es el responsable de las funciones de control de riesgos y de cumplimiento.

El Jefe de cumplimiento y el Jefe de auditoría interna también informan con regularidad al Comité de Auditoría del Consejo de Administración.

Metodologías para la gestión del riesgo

El Banco utiliza diferentes métodos cuantitativos para valorar los instrumentos financieros y calcular el riesgo para sus resultados netos y para sus recursos propios. El Banco ajusta su metodología a medida que va cambiando su entorno de riesgo y van evolucionando las mejores prácticas en el sector.

Una de las principales herramientas cuantitativas utilizadas por el Banco para evaluar el riesgo es el capital económico, que le permite calcular qué nivel de recursos propios necesitaría 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 necesario para cubrir el riesgo de crédito, de mercado y operacional.

Para calcular el primero, el Banco utiliza un modelo interno que estima el valor en riesgo de la cartera de créditos, a partir de:

- la probabilidad de incumplimiento de cada contraparte;
- las correlaciones entre las pérdidas asociadas a cada contraparte; y
- la pérdida probable para el Banco en caso de incumplimiento.

Para calcular el capital económico necesario para cubrir el riesgo de mercado, el Banco utiliza la metodología del Valor en Riesgo (VaR) (véase la sección E más adelante).

Por último, para calcular el capital económico correspondiente al riesgo operacional, se utiliza un modelo que incorpora tanto la trayectoria de pérdidas operativas del Banco como datos externos sobre pérdidas.

Al realizar estos tres cálculos de capital económico (para riesgos de crédito, de mercado y operacional), el Banco asume un horizonte temporal de un año y un umbral de confianza del 99,995%.

C. Suficiencia de capital

El Banco mantiene en todo momento un fuerte nivel de capitalización, medido 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 2007:

A 31 de marzo		
En millones de DEG	2007	2006
Capital social	683,9	683,9
Reservas estatutarias	9.538,5	9.071,7
a deducir: Acciones propias	(1,7)	(1,7)
Capital de Nivel 1	10.220,7	9.753,9
Cuenta de pérdidas y ganancias	639,4	599,2
Otros recursos propios	1.303,5	1.237,9
Total de recursos propios	12.163,6	11.591,0

El Acuerdo de Capital de Basilea determina la suficiencia de capital comparando el capital admisible del Banco con sus activos ponderados por su nivel de riesgo. Estos últimos se calculan aplicando a los activos y derivados del Banco una serie de ponderaciones por riesgo, según exige el Acuerdo de Basilea. Los cocientes de capital que mantiene el Banco son altos, debido a la elevada proporción que representa la deuda soberana (con ponderación cero) con respecto al total de activos del Banco. A 31 de marzo de 2007, el capital de Nivel 1 del Banco representaba el 29,9% del total (2006: 32,4%).

D. Riesgo de crédito

El riesgo de crédito incluye:

Riesgo de incumplimiento (o de impago): el riesgo de que la contraparte no cumpla sus obligaciones en una determinada operación en las condiciones convenidas. Este riesgo afecta tanto a los activos y derivados financieros, como a las líneas comprometidas por el Banco con bancos centrales y organismos internacionales.

Riesgo de liquidación: el riesgo de que se produzca un fallo en la liquidación o en la compensación de una operación financiera 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 a los riesgos que puede asumir frente a un mismo prestatario o grupo de prestatarios. Estos riesgos se vigilan con regularidad y están sujetos a una revisión al menos anual, a partir de la cual se ajustan según sea 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 con un marco fijado por el Consejo de Administración

Asimismo, el Banco obtiene garantías, además de acuerdos con pacto 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 su riesgo de incumplimiento en función de la contraparte y de la cartera. Su exposición al riesgo de crédito está restringida mediante una serie de límites que se aplican a cada contraparte y a cada país de riesgo. El Banco lleva a cabo de manera independiente y exhaustiva su propio análisis crediticio, 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 poder del Banco es escaso, dada la enorme liquidez de la mayoría de sus activos. Cuando la Dirección del Banco estima que una determinada contraparte 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 2007, el Banco mantenía como garantía para derivados OTC valores soberanos de países del G-10 por un valor nominal de 26,2 millones de DEG. A 31 de marzo de 2006, el Banco no mantenía garantías para derivados OTC.

La gran mayoría de sus activos se invierte en deuda soberana del G-10 o en instituciones financieras con calificación A o superior. Teniendo en cuenta el reducido número de inversiones que cumplirían estos criterios, la exposición del Banco se concentra de forma significativa en algunas contrapartes dentro de estos sectores de riesgo.

A continuación se recogen las posiciones crediticias por sector y por calificación crediticia.

A 31 de marzo		
Sector de riesgo En porcentaje	2007	2006
Soberanos	31,3	34,1
Instituciones financieras	65,1	63,1
Otros	3,6	2,8
	100,0	100,0

A 31 de marzo		
Calificación crediticia interna del BPI (expresada como calificación a largo plazo equivalente) En porcentaje	2007	2006
AAA	24,1	26,5
AA	53,8	54,7
A	21,8	18,5
BBB+ e inferior (incluidas posiciones sin calificación)	0,3	0,3
	100,0	100,0

2. Riesgo de liquidación

El Banco reduce el riesgo de liquidación:

- utilizando cámaras de compensación reconocidas;
- siempre que es posible, liquidando las operaciones únicamente cuando ambas partes han satisfecho sus obligaciones (mecanismo de liquidación de «entrega contra pago»)
- siempre que es posible, solicitando la liquidación neta de los pagos correspondientes a instrumentos financieros derivados;
- calculando y limitando el riesgo de liquidación en función de la contraparte; y
- con respecto a las operaciones con divisas, asegurando en la medida de lo posible que se someten a acuerdos de compensación aplicables si alguna de las partes no entregara la divisa a la que se ha comprometido.

3. Riesgo de transferencia

El Banco calcula y establece límites para el riesgo de transferencia en función del país.

E. Riesgo de mercado

Los principales componentes del riesgo de mercado al que se enfrenta el Banco son el riesgo del precio del oro, el riesgo de divisas y el riesgo de tasas de interés. El Banco incurre en 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 Dirección 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 autoridad 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

Este riesgo refleja el impacto que podría tener una oscilación en el precio del oro en DEG para el valor razonable del activo y del pasivo del Banco. El Banco está expuesto a dicho riesgo principalmente a través de sus activos de inversión en oro, que ascienden a 150 toneladas (2006: 165 toneladas) y se encuentran en custodia o en depósito en bancos comerciales. A 31 de marzo de 2007, la posición del Banco en oro era de 2.115,2 millones de DEG (2006: 2.145,6 millones), lo que representa aproximadamente el 17% de sus recursos propios (2006: 19%). 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 de capital económico agregado 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 a este riesgo 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 al riesgo de divisas, 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.

La moneda funcional del Banco, el DEG, se compone de cantidades fijas de USD, EUR, JPY y GBP. Los cuadros que aparecen más adelante muestran la composición actual en monedas y oro del activo y pasivo del BPI. La posición neta del banco en monedas y en oro que presentan estos cuadros incluye por tanto los activos de inversión en oro del Banco. Para calcular la posición neta del Banco en monedas, se realiza un ajuste destinado a eliminar las cantidades en oro. A continuación se sustrae la posición neutral en DEG de la posición neta en monedas excluido el oro, para obtener así la posición neta en monedas del Banco en base neutral al DEG.

A 31 de marzo de 2007

<i>En millones de DEG</i>	DEG	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Otras monedas	Total
Activo									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	-	10,0	56,0	1,1	-	2,5	-	22,8	92,4
Oro y depósitos en oro	-	-	-	-	-	-	15.434,3	23,3	15.457,6
Letras del Tesoro	-	2.658,4	22.479,5	-	18.021,4	-	-	-	43.159,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	-	1.087,3	54.239,3	5.594,8	272,1	-	-	-	61.193,5
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	73,4	72.868,7	727,3	15.423,5	2,8	936,6	-	1.233,7	91.266,0
Deuda pública y otros valores	-	18.185,0	23.361,5	3.476,6	1.993,2	61,6	-	5.166,1	52.244,0
Cuentas pendientes de cobro	-	4.657,2	213,6	458,7	28,0	115,8	-	0,3	5.473,6
Terrenos, edificios y equipamiento	188,0	-	-	-	-	-	-	-	188,0
Total	261,4	99.466,6	101.077,2	24.954,7	20.317,5	1.116,5	15.434,3	6.446,2	269.074,4
Pasivo									
Depósitos en monedas	(2.006,3)	(138.437,4)	(46.371,0)	(22.780,9)	(3.381,3)	(1.068,0)	-	(7.745,2)	(221.790,1)
Depósitos en oro	-	(12,8)	-	-	-	-	(13.122,1)	-	(13.134,9)
Títulos vendidos con pacto de recompra	-	(889,2)	(173,3)	-	-	-	-	-	(1.062,5)
Cuentas pendientes de pago	-	(1.118,8)	(17.772,5)	(132,2)	(280,6)	-	(182,7)	(97,3)	(19.584,1)
Otros pasivos	-	(145,0)	(48,5)	-	-	(173,2)	-	(7,1)	(373,8)
Total	(2.006,3)	(140.603,2)	(64.365,3)	(22.913,1)	(3.661,9)	(1.241,2)	(13.304,8)	(7.849,6)	(255.945,4)
Instrumentos financieros derivados netos	118,5	46.085,7	(32.431,4)	(728,0)	(15.366,2)	(40,5)	(14,3)	1.410,8	(965,4)
Posición neta en monedas y en oro	(1.626,4)	4.949,1	4.280,5	1.313,6	1.289,4	(165,2)	2.115,2	7,4	12.163,6
Ajuste por activos de inversión en oro	-	-	-	-	-	-	(2.115,2)	-	(2.115,2)
Posición neta en monedas	(1.626,4)	4.949,1	4.280,5	1.313,6	1.289,4	(165,2)	-	7,4	10.048,4
Posición neutral DEG	1.626,4	(4.870,0)	(4.227,3)	(1.370,6)	(1.206,9)	-	-	-	(10.048,4)
Posición neta en monedas en base neutral al DEG	-	79,1	53,2	(57,0)	82,5	(165,2)	-	7,4	-

A 31 de marzo de 2006

<i>En millones de DEG</i>	DEG	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Otras monedas	Total
Activo									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	-	5,7	7,3	0,3	-	2,7	-	17,0	33,0
Oro y depósitos en oro	-	22,7	-	-	-	-	11.325,3	-	11.348,0
Letras del Tesoro	-	4.935,2	22.395,7	-	18.311,1	1.669,9	-	-	47.311,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	-	2.113,3	12.897,9	1.517,6	2.990,4	-	-	-	19.519,2
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	116,1	71.052,9	1.301,7	11.935,9	2,0	822,6	-	2.667,3	87.898,5
Deuda pública y otros valores	-	18.262,0	17.825,8	3.009,6	2.028,8	61,1	-	3.249,1	44.436,4
Cuentas pendientes de cobro	2,8	6.214,3	335,6	771,7	-	6,5	-	113,8	7.444,7
Terrenos, edificios y equipamiento	188,4	-	-	-	-	-	-	-	188,4
Total	307,3	102.606,1	54.764,0	17.235,1	23.332,3	2.562,8	11.325,3	6.047,2	218.180,1
Pasivo									
Depósitos en monedas	(3.417,8)	(121.722,2)	(36.753,8)	(14.027,3)	(2.596,1)	(914,5)	-	(6.559,8)	(185.991,5)
Depósitos en oro	-	(10,6)	-	-	-	-	(9.225,0)	-	(9.235,6)
Títulos vendidos con pacto de recompra	-	(1.211,4)	-	(11,0)	-	-	-	-	(1.222,4)
Cuentas pendientes de pago	-	(1.582,5)	(7.334,1)	(60,3)	-	(13,3)	(103,5)	(157,6)	(9.251,3)
Otros pasivos	-	-	(0,4)	-	-	(157,9)	-	(11,1)	(169,4)
Total	(3.417,8)	(124.526,7)	(44.088,3)	(14.098,6)	(2.596,1)	(1.085,7)	(9.328,5)	(6.728,5)	(205.870,2)
Instrumentos financieros derivados netos	48,7	27.431,5	(6.388,5)	(1.758,2)	(19.360,3)	(1.617,7)	148,8	776,8	(718,9)
Posición neta en monedas y en oro	(3.061,8)	5.510,9	4.287,2	1.378,3	1.375,9	(140,6)	2.145,6	95,5	11.591,0
Ajuste por activos de inversión en oro	-	-	-	-	-	-	(2.145,6)	-	(2.145,6)
Posición neta en monedas	(3.061,8)	5.510,9	4.287,2	1.378,3	1.375,9	(140,6)	-	95,5	9.445,4
Posición neutral DEG	3.061,8	(5.484,2)	(4.307,2)	(1.361,2)	(1.354,6)	-	-	-	(9.445,4)
Posición neta en monedas en base neutral al DEG	-	26,7	(20,0)	17,1	21,3	(140,6)	-	95,5	-

La posición neta con respecto a otras monedas incluye:

Activos netos a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Corona sueca	0,9	56,4
Dólar australiano	2,6	34,7
Otros	3,9	4,4
Total otras monedas	7,4	95,5

La posición en francos suizos en los cuadros anteriores responde principalmente a las obligaciones del Banco en concepto de prestaciones post-empleo (véase la Nota 22).

3. Riesgo de tasas de interés

El riesgo de tasas de interés se refiere al impacto que podría tener una oscilación de éstas para el valor razonable del activo y pasivo del Banco. El Banco está expuesto a este riesgo principalmente a través de los activos remunerados 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 riesgo limitado de tasas 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 los cambios en las tasas de interés. El riesgo de mercado se mitiga aplicando los límites que imponen el capital económico, el modelo VaR y las pruebas de tensión.

Los cuadros siguientes muestran el impacto 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 2007

<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	(10,7)	5,8	(24,9)	(23,1)	(18,1)	(19,6)	(52,9)
Yen japonés	(0,3)	0,2	(4,8)	(5,7)	(6,7)	(6,3)	(13,3)
Libra esterlina	(8,0)	8,3	(5,7)	(5,6)	(7,5)	(8,5)	(17,8)
Franco suizo	(0,8)	(0,6)	(0,4)	(0,7)	(0,6)	(0,9)	2,0
Dólar de EEUU	(25,6)	(2,6)	(29,1)	(14,5)	(13,2)	(26,1)	(68,7)
Otras monedas	(0,7)	(6,5)	(13,9)	(10,1)	(2,7)	(13,9)	(0,4)
Total	(46,1)	4,6	(78,8)	(59,7)	(48,8)	(75,3)	(151,1)

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)
Total	(10,3)	(26,9)	(63,9)	(59,9)	(54,3)	(68,6)	(175,2)

F. Riesgo de liquidez

El Balance del Banco viene determinado principalmente por las variaciones netas de los depósitos en monedas y en oro procedentes de bancos centrales, organismos internacionales y otras instituciones públicas. El Banco se compromete a recomprar a su valor razonable algunos de sus instrumentos de depósito en monedas con uno o dos días laborales de preaviso. Además, su gestión asegura un alto grado de liquidez que le permite 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 las entradas de efectivo y la liquidez de su pasivo. De conformidad con 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 retirada de fondos muy superiores a los requisitos potenciales de liquidez estimados. Estas pruebas definen necesidades adicionales de liquidez, a las que también debe hacerse frente con los activos líquidos del Banco. El nivel de liquidez del Banco se mantiene continuamente muy por encima del mínimo marcado por su coeficiente de liquidez.

Los cuadros siguientes, que incluyen también el volumen neto de derivados, recogen el activo y el pasivo del Banco a su valor contable sobre la base de su vencimiento residual en la fecha de cierre de balance.

A 31 de marzo de 2007

	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
<i>En millones de DEG</i>									
Activo									
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	92,4	-	-	-	-	-	-	-	92,4
Oro y depósitos en oro	12.137,6	170,0	56,7	-	199,8	2.596,5	297,0	-	15.457,6
Letras del Tesoro	14.176,3	16.102,3	7.503,2	4.689,8	687,7	-	-	-	43.159,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	50.007,6	4.525,2	6.660,7	-	-	-	-	-	61.193,5
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	30.290,6	23.129,9	22.147,3	6.718,5	8.471,2	508,5	-	-	91.266,0
Deuda pública y otros valores	3.103,2	5.848,3	3.790,7	3.211,3	3.849,0	20.727,2	11.714,3	-	52.244,0
Cuentas pendientes de cobro	5.470,0	-	-	-	-	3,6	-	-	5.473,6
Terrenos, edificios y equipamiento	-	-	-	-	-	-	-	188,0	188,0
Total	115.277,7	49.775,7	40.158,6	14.619,6	13.207,7	23.835,8	12.011,3	188,0	269.074,4
Pasivo									
Depósitos en monedas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso									
	(13.052,0)	(10.881,0)	(22.729,1)	(14.545,3)	(17.456,0)	(48.927,1)	(6.766,6)	-	(134.357,1)
Otros depósitos en monedas									
	(49.695,0)	(10.994,3)	(9.821,1)	(9.986,2)	(6.931,8)	(4,5)	(0,1)	-	(87.433,0)
Depósitos en oro	(11.965,9)	(28,3)	(56,6)	-	(72,7)	(897,4)	(114,0)	-	(13.134,9)
Títulos vendidos con pacto de recompra									
	(959,4)	(103,1)	-	-	-	-	-	-	(1.062,5)
Cuentas pendientes de pago	(19.584,1)	-	-	-	-	-	-	-	(19.584,1)
Otros pasivos	(214,6)	-	-	-	-	-	-	(159,2)	(373,8)
Total	(95.471,0)	(22.006,7)	(32.606,8)	(24.531,5)	(24.460,5)	(49.829,0)	(6.880,7)	(159,2)	(255.945,4)
Instrumentos financieros derivados netos									
	(547,3)	(242,5)	(157,2)	(124,3)	(36,6)	1,8	140,7	-	(965,4)
Brecha de vencimiento	19.259,4	27.526,5	7.394,6	(10.036,2)	(11.289,4)	(25.991,4)	5.271,3	28,8	12.163,6

A 31 de marzo de 2006

	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
<i>En millones de DEG</i>									
Activo									
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
Deuda pública 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
Total	90.694,2	47.561,2	23.976,0	13.319,2	14.627,1	19.968,3	7.845,7	188,4	218.180,1
Pasivo									
Depósitos en monedas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 ó 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 monedas									
	(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)
Total	(81.464,9)	(20.740,0)	(24.616,8)	(23.637,0)	(16.069,7)	(35.124,8)	(4.075,3)	(141,7)	(205.870,2)
Instrumentos financieros derivados netos									
	195,8	129,5	(67,4)	(197,3)	(206,2)	(616,5)	43,2	-	(718,9)
Brecha de vencimiento									
	9.425,1	26.950,7	(708,2)	(10.515,1)	(1.648,8)	(15.773,0)	3.813,6	46,7	11.591,0

G. Riesgo operacional

El BPI define el riesgo operacional como el riesgo de sufrir pérdidas financieras y/o de reputación debido a factores de riesgo como el factor humano, inadecuación o fallo de los procesos o sistemas, o acontecimientos externos, incluido el riesgo legal (se excluye sin embargo el riesgo estratégico).

- Factor humano: escasez de personal, desconocimiento de información necesaria, inaptitud o falta de experiencia, formación y desarrollo inadecuados, supervisión inadecuada, pérdida de personal clave, planes de sucesión inadecuados, falta de integridad o de ética, etc.
- Inadecuación o fallo de los procesos: procesos mal diseñados o insostenibles o procesos que no han sido bien documentados, comprendidos, aplicados, seguidos o cuya ejecución no se ha garantizado;
- Inadecuación o fallo de los sistemas: sistemas mal diseñados, inadecuados o fuera de servicio, o sistemas que no funcionan según lo previsto; y
- Acontecimientos externos: hechos que repercuten de manera adversa en el Banco y que escapan a su control.

En enero de 2007, el Consejo aprobó un marco para la gestión del riesgo operacional en el BPI. En él se explica en qué consiste el «riesgo operacional» y se establecen principios para identificar, evaluar, vigilar, mitigar e informar sobre dicho riesgo. Para gestionar sus riesgos operacionales, el Banco utiliza controles internos (incluidas políticas, procedimientos y estructuras organizativas) con el fin de reducir la probabilidad de que se produzca un evento de riesgo operacional o 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.

El Banco identifica y evalúa sus riesgos operacionales y comprueba la eficacia de sus controles actuales a través de un programa de Autoevaluación de Control (CSA). Los resultados de esta evaluación anual se tienen en cuenta a la hora de gestionar el riesgo operacional.

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 los que el Banco puede disponer en todo momento.

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	2007	2006
<i>En millones de DEG</i>		
Oro en lingotes en bancos centrales	11.865,8	7.132,0
Total de depósitos a plazo en oro	3.591,8	4.216,0
Total de activos en oro y en forma de depósitos en oro	15.457,6	11.348,0
Compuesto por:		
Activos de inversión en oro	2.306,0	2.259,5
Activos bancarios en oro y en forma de depósitos en oro	13.151,6	9.088,5

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 utilizando el precio de mercado del oro y el tipo de cambio con el USD) 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 recursos propios» del Balance de situación), y las plusvalías o minusvalías realizadas por la enajenación de activos de inversión en oro se asientan 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		
<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio	2.259,5	1.646,5
Variación neta de activos de inversión en oro		
Depósitos realizados	338,7	382,0
Enajenación de oro	(206,7)	(187,2)
Vencimientos y otras variaciones netas	(340,4)	(382,7)
	(208,4)	(187,9)
Variación neta en operaciones a la espera de liquidación	79,2	103,5
Oscilación del precio del oro	175,7	697,4
Saldo al cierre del ejercicio	2.306,0	2.259,5

A 1 de abril de 2006, los activos de inversión en oro del Banco ascendían a 165 toneladas de oro fino. A lo largo del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007, se enajenaron 15 toneladas de oro (véase la Nota 30). A 31 de marzo de 2007, el total de oro fino ascendía a 150 toneladas.

7. Activos en monedas

A. Tenencias totales

Los activos en monedas incluyen letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, préstamos a plazo fijo, así como deuda pública y otros valores.

Los activos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados incluyen activos en monedas de la cartera bancaria procedentes de la reinversión de los depósitos de clientes, así como activos de inversión en monedas que pertenecen a carteras gestionadas de forma más activa. El resto de los activos de inversión en monedas se consideran disponibles para la venta incluyen y representan, en su mayoría, inversiones realizadas con los recursos propios del Banco.

Los *títulos adquiridos con pacto de reventa* («acuerdos de recompra inversa») son operaciones en las que el Banco concede un préstamo a plazo fijo a una contraparte, la cual ofrece garantías en forma de títulos. La tasa de interés del préstamo se fija al comienzo de la operación y existe un compromiso irrevocable de devolución de valores equivalentes, sujeto al reembolso del depósito. Hasta el vencimiento de la operación, se vigila el valor razonable de la garantía y, si se estima oportuno, se obtienen garantías adicionales como protección frente al riesgo de crédito.

Los *préstamos a plazo fijo* son principalmente inversiones realizadas en bancos comerciales, aunque también incluyen inversiones en bancos centrales e instituciones internacionales, incluidos anticipos en concepto de facilidades de crédito permanentes comprometidas y no comprometidas. El epígrafe «Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias» del Balance de situación también incluye cuentas a la vista y con preaviso (véase la Nota 8).

Deuda pública y otros títulos se refiere a títulos de deuda emitidos por Gobiernos, instituciones internacionales, otros organismos públicos, bancos comerciales y sociedades. Esta categoría incluye bonos a interés fijo y variable, así como bonos de titulización de activos (ABS).

A continuación se desglosan los activos del Banco en monedas:

A 31 de marzo de 2007	Cartera bancaria		Cartera de inversión		Total activos en monedas
	Mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	Disponibles para la venta	Mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	Total	
<i>En millones de DEG</i>					
Letras del Tesoro	43.135,1	-	24,2	24,2	43.159,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	60.131,0	1.062,5	-	1.062,5	61.193,5
Préstamos a plazo fijo y anticipos a entidades bancarias	89.127,4	-	-	-	89.127,4
Deuda pública y otros valores					
Gobierno	3.397,3	6.717,6	-	6.717,6	10.114,9
Instituciones financieras	27.866,0	953,6	598,4	1.552,0	29.418,0
Otros (incluidos valores emitidos por el sector público)	11.601,0	1.110,1	-	1.110,1	12.711,1
	42.864,3	8.781,3	598,4	9.379,7	52.244,0
Total activos en monedas	235.257,8	9.843,8	622,6	10.466,4	245.724,2

A 31 de marzo de 2006	Cartera bancaria		Cartera de inversión		Total activos en monedas
	Mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	Disponibles para la venta	Mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	Total	
<i>En millones de DEG</i>					
Letras del Tesoro	47.311,9	-	-	-	47.311,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	18.296,8	1.222,4	-	1.222,4	19.519,2
Préstamos a plazo fijo y anticipos a entidades bancarias	85.066,9	-	-	-	85.066,9
Deuda pública y otros valores					
Gobierno	3.469,0	6.717,5	-	6.717,5	10.186,5
Instituciones financieras	24.617,4	957,5	-	957,5	25.574,9
Otros (incluidos valores emitidos por el sector público)	7.578,4	1.096,6	-	1.096,6	8.675,0
	35.664,8	8.771,6	-	8.771,6	44.436,4
Total activos en monedas	186.340,4	9.994,0	-	9.994,0	196.334,4

B. Activos en monedas disponibles para la venta

En el cuadro siguiente se desglosa la evolución de los activos del Banco en monedas disponibles para la venta.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
En millones de DEG	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio	9.994,0	8.412,2
Variación neta de activos en monedas disponibles para la venta		
Añadidos	16.800,7	21.358,5
Enajenaciones	(2.265,5)	(3.214,1)
Vencimientos y otras variaciones netas	(14.640,7)	(16.467,5)
	(105,5)	1.676,9
Variación neta en operaciones a la espera de liquidación	(41,5)	43,2
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	(3,2)	(138,3)
Saldo al cierre del ejercicio	9.843,8	9.994,0

En la Nota 21A se analiza en mayor profundidad la cuenta de nueva valoración de títulos. La Nota 29 explica en qué consisten las ganancias netas por venta de títulos clasificados como disponibles para la venta.

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 partidas por cobrar y se contabilizan como efectivo y equivalentes al efectivo. Suele tratarse de activos financieros a muy corto plazo, normalmente con 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	2007	2006
Préstamos a plazo fijo y anticipos a entidades bancarias	89.127,4	85.066,9
Cuentas a la vista y con preaviso	2.138,6	2.831,6
Total de depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	91.266,0	87.898,5

9. Instrumentos financieros derivados

El Banco utiliza los siguientes tipos de instrumentos derivados con fines de cobertura y negociación:

Los futuros sobre tasas de interés y sobre bonos representan obligaciones contractuales de percibir o desembolsar una cantidad neta, en función de la oscilación de las tasas 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 títulos negociables y los cambios de valor se liquidan diariamente con el mercado donde se negocian.

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 o en dicha fecha, una cantidad concreta de una moneda, de un bono o de oro, a un precio pactado de antemano. En contrapartida, el vendedor recibe una prima del comprador.

Las *opciones sobre futuros* son 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 tasas de interés entre divisas y de tasas de interés* son compromisos para intercambiar un conjunto de flujos de efectivo por otro. Los *swaps* dan lugar a una permuta económica de monedas, oro o tasas de interés (por ejemplo, un interés fijo por otro variable) o de una combinación de tasas de interés y monedas (*swaps* de tasas de interés entre divisas). Excepto en el caso de ciertos *swaps* de divisas, de oro y de tasas 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 sin entrega.

Los *forward rate agreements (FRA)* son contratos a plazo sobre tasas 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 la tasa de interés estipulada en el contrato y la tasa 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 tasas 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 razonable de los instrumentos financieros derivados:

A 31 de marzo	2007			2006		
	Importe nacional	Valor razonable		Importe nacional	Valor razonable	
		Activo	Pasivo		Activo	Pasivo
<i>En millones de DEG</i>						
Futuros sobre bonos	809,5	0,6	(0,4)	381,3	–	(0,4)
Opciones sobre bonos	–	–	–	168,0	–	(1,5)
Swaps de tasas de interés entre divisas	5.262,3	99,4	(657,8)	8.058,3	189,2	(803,8)
Contratos a plazo sobre divisas y oro	1.830,7	9,9	(13,9)	4.212,5	18,8	(29,4)
Opciones sobre divisas	9.180,9	42,4	(60,0)	213,3	–	(0,3)
Swaps de divisas y de oro	62.829,9	210,7	(497,5)	38.674,9	460,5	(142,4)
FRA	48.018,6	6,2	(6,7)	37.290,0	11,9	(7,5)
Futuros sobre tasas de interés	43.239,3	–	(1,3)	42.923,3	0,1	(0,3)
Swaps de tasas de interés	406.871,3	1.480,7	(1.570,3)	250.096,2	1.274,3	(1.668,6)
Opciones sobre futuros	396,0	0,5	–	15.228,8	1,2	(0,2)
Swaptions	4.159,1	0,4	(8,3)	1.803,2	–	(20,5)
Total de instrumentos financieros derivados al cierre del ejercicio	582.597,6	1.850,8	(2.816,2)	399.049,8	1.956,0	(2.674,9)
Instrumentos financieros derivados netos al cierre del ejercicio			(965,4)			(718,9)

10. Cuentas pendientes de cobro

A 31 de marzo	2007	2006
<i>En millones de DEG</i>		
Operaciones financieras pendientes de liquidación	5.449,5	7.436,4
Otros activos	24,1	8,3
Total de cuentas pendientes de cobro	5.473,6	7.444,7

Las «operaciones financieras pendientes de liquidación» son cuentas a cobrar a corto plazo (habitualmente en 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 emitidos.

11. Terrenos, edificios y equipamiento

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo				2007	2006
	Terrenos	Edificios	Equipos informáticos y otros	Total	Total
<i>En millones de DEG</i>					
Coste histórico de adquisición					
Saldo al inicio del ejercicio	41,2	185,1	98,2	324,5	312,5
Gasto de capital	-	1,5	10,1	11,6	12,6
Enajenaciones y retiradas de uso	-	-	(1,7)	(1,7)	(0,6)
Saldo al cierre del ejercicio	41,2	186,6	106,6	334,4	324,5
Amortización					
Amortización acumulada al inicio del ejercicio	-	76,5	59,6	136,1	123,3
Amortización	-	4,0	8,0	12,0	13,3
Enajenaciones y retiradas de uso	-	-	(1,7)	(1,7)	(0,5)
Saldo al cierre del ejercicio	-	80,5	65,9	146,4	136,1
Valor contable neto al cierre del ejercicio	41,2	106,1	40,7	188,0	188,4

La cifra de amortización del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007 incluye una partida adicional por importe de 0,8 millones de DEG en concepto de equipamiento informático y de otro tipo, tras haberse realizado un estudio del deterioro (2006: 1,0 millones de DEG).

12. Depósitos en monedas

Los depósitos en monedas representan derechos contables frente al Banco. El Banco actúa como creador de mercado para algunos de sus pasivos en forma de depósitos en monedas y se compromete a reembolsar al valor razonable dichos instrumentos financieros, total o parcialmente, con uno a dos días hábiles de preaviso. A continuación se analizan los instrumentos de depósito del Banco en monedas:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2007	2006
Instrumentos de depósito reembolsables con preaviso de uno a dos días		
Instrumentos a Medio Plazo (MTI)	83.843,9	57.688,3
FIXBIS	50.513,2	50.327,0
	134.357,1	108.015,3
Otros depósitos en monedas		
FRIBIS	3.465,2	3.247,1
Depósitos a plazo fijo	59.314,0	52.181,5
Depósitos en cuenta a la vista y con preaviso	24.653,8	22.547,6
	87.433,0	77.976,2
Total de depósitos en monedas	221.790,1	185.991,5
Compuesto por:		
Instrumentos clasificados como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	197.136,3	163.443,9
Instrumentos clasificados como préstamos y partidas por cobrar	24.653,8	22.547,6

Los MTI (*Medium-Term Instruments*) son inversiones de renta fija en el BPI con vencimientos trimestrales de hasta 10 años. El Banco también ofrece MTI rescatables (*callable*) a elección del Banco a un precio de ejercicio nominal, cuyas fechas de rescate oscilan entre abril de 2007 y mayo de 2008 (2006: abril de 2006 y marzo de 2007). A 31 de marzo de 2007, el Balance de situación del Banco contabilizaba MTI rescatables por valor de 7.740,5 millones de DEG (2006: 6.262,9 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 vigentes en el mercado.

Los *depósitos a plazo fijo* son inversiones de renta fija en el BPI, normalmente con vencimientos inferiores 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 elección del Banco (*dual currency deposits*). A 31 de marzo de 2007, el Balance de situación del Banco contabilizaba *dual currency deposits* por valor de 6.654,9 millones de DEG (2006: 231,1 millones).

Las fechas de vencimiento de estos depósitos oscilan entre abril y junio de 2007 (2006: abril y junio de 2006).

Los *depósitos en cuenta a la vista y con preaviso* son activos financieros a muy corto plazo, normalmente con preaviso no superior a tres días. Se clasifican como préstamos y partidas por cobrar y se contabilizan en el Balance de situación a su coste amortizado.

Los depósitos en monedas (que no sean depósitos en cuenta a la vista y con preaviso) se contabilizan en el Balance de situación a su valor razonable. Este valor no coincide con el importe que el Banco está obligado a abonar al titular del depósito en la fecha de vencimiento, que a 31 de marzo de 2007 ascendía, para el total de depósitos en monedas, más intereses devengados, a 224.059,0 millones de DEG (2006: 187.896,6 millones de DEG).

Para calcular el valor razonable de sus depósitos en monedas, el banco utiliza modelos financieros que estiman el flujo de efectivo esperado para los instrumentos financieros aplicando factores de descuento, que se derivan en parte de las tasas de interés publicadas (ej. Libor y tasas de interés para *swaps*) y en parte mediante supuestos para diferenciales, que determina a partir de operaciones recientes en el mercado. En el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007, los cambios en los supuestos sobre diferenciales utilizados para valorar sus depósitos en monedas produjeron un incremento en el beneficio del Banco de 3,2 millones de DEG (2006: reducción de 6,0 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 partidas por cobrar.

14. Títulos vendidos con pacto de recompra

Los títulos vendidos con pacto de recompra (pasivos «repo») 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. La tasa 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 únicamente con bancos comerciales.

A 31 de marzo de 2007 y de 2006, todas las compras y ventas de títulos con pacto de recompra se debieron a la gestión de activos en monedas disponibles para la venta, por lo que se clasifican como préstamos y partidas por cobrar 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 relacionadas con pagos 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>	2007	2006
Compromisos por prestaciones post-empleo (véase Nota 22)		
Pensiones de directivos	4,3	4,1
Prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	152,1	135,1
Posiciones cortas en activos en monedas	142,4	–
Otros	73,9	27,8
Partidas por pagar a antiguos accionistas	1,1	2,4
Total de otros pasivos	373,8	169,4

17. Capital social

El capital social del Banco está integrado por:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Capital autorizado: 600.000 acciones, con un valor nominal de 5.000 DEG cada una	3.000,0	3.000,0
Capital emitido: 547.125 acciones	2.735,6	2.735,6
Capital desembolsado (25%)	683,9	683,9

El número de acciones con derecho a dividendo es el siguiente:

A 31 de marzo	2007	2006
Acciones emitidas	547.125	547.125
a deducir: Acciones propias	(1.000)	(1.000)
Acciones con derecho a dividendo	546.125	546.125
De las cuales:		
Con derecho a dividendo completo	546.125	510.192
Con derecho a dividendo parcial en función de la fecha de suscripción	–	35.933
Dividendo por acción (en DEG)	255	245

Las acciones con derecho a dividendo parcial en función de la fecha de suscripción en 2006 corresponden a acciones propias redistribuidas (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 beneficio neto anual restante 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 cargo al 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 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 compró 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 las restantes 35.933 acciones mantenidas en su autocartera correspondientes a la emisión estadounidense vendiéndolas a sus bancos centrales accionistas el 31 de mayo de 2005 (véase la Nota 20).

20. Acciones propias

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio		
Recompra de acciones en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2001	–	34.833
Otros	1.000	2.100
Total al inicio del ejercicio	1.000	36.933
Redistribución a bancos centrales accionistas	–	(35.933)
Saldo al cierre del ejercicio	1.000	1.000

En virtud de los Estatutos del Banco, las acciones recompradas por el BPI a comienzos de 2001 y mantenidas a continuación en su autocartera (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).

Así pues, 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 sus 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
Acciones propias	396,2
Fondo de reserva general (ajuste cambiario)	72,0
Total	468,2

Los 396,2 millones de DEG en 2006 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 acerca del Tribunal Arbitral de La Haya, véase la Nota 17 de los estados financieros de 2004/05. Los ingresos obtenidos con la redistribución de estas acciones produjeron en 2006 una ganancia de 72,0 millones de DEG por diferencias cambiarias, a raíz 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 está integrado por 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 en monedas disponibles para la venta y de los activos de inversión en oro, según se describe en las Notas 6 y 7.

La rúbrica Otros recursos propios incluye:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Cuenta de nueva valoración de títulos	(80,5)	(104,3)
Cuenta de nueva valoración del oro	1.384,0	1.342,2
Total de otros recursos propios	1.303,5	1.237,9

A. Cuenta de nueva valoración de títulos

Esta cuenta recoge la diferencia entre el valor razonable de los activos del Banco en monedas disponibles para la venta y su coste amortizado.

Su evolución fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio	(104,3)	92,2
Diferencias netas de valoración		
Pérdidas/(ganancias) netas por venta	27,0	(58,2)
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	(3,2)	(138,3)
	23,8	(196,5)
Saldo al cierre del ejercicio	(80,5)	(104,3)

A continuación se detalla el balance de la cuenta de nueva valoración de títulos:

A 31 de marzo de 2007	Valor razonable de los activos	Coste histórico de adquisición	Cuenta de nueva valoración de títulos	Ganancias brutas	Pérdidas brutas
<i>En millones de DEG</i>					
Títulos adquiridos con pacto de reventa	1.062,5	1.062,5	-	-	-
Deuda pública y otros valores	8.781,3	8.861,8	(80,5)	37,2	(117,7)
Total	9.843,8	9.924,3	(80,5)	37,2	(117,7)

A 31 de marzo de 2006	Valor razonable de los activos	Coste histórico de adquisición	Cuenta de nueva valoración de títulos	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)
Deuda pública y otros valores	8.771,6	8.875,8	(104,2)	48,6	(152,8)
Total	9.994,0	10.098,3	(104,3)	48,6	(152,9)

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, 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) y 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>	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio	1.342,2	759,3
Diferencias netas de valoración		
Ganancias netas por venta	(133,9)	(114,5)
Oscilación del precio del oro	175,7	697,4
	41,8	582,9
Saldo al cierre del ejercicio	1.384,0	1.342,2

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 perciben una prestación definida calculada en función del salario final. Este esquema se basa en un fondo sin personalidad jurídica propia con cargo al cual se abonan las prestaciones. Los activos de este fondo son administrados por el Banco en beneficio exclusivo de los empleados en activo y jubilados que participan en el esquema. 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 en beneficio de sus directivos, al que da derecho un periodo mínimo de servicio de cuatro años.
3. Un esquema sin fondo propio de prestaciones post-empleo 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.

Todos estos esquemas son examinados anualmente por actuarios independientes.

Asimismo, el Banco gestiona una cuenta de depósito personal inmovilizada en beneficio de aquellos miembros del personal que participaban en un fondo de ahorro ofrecido por el Banco que se cerró el 1 de abril de 2003. Los titulares de estas cuentas no pueden depositar fondos en ellas. El saldo en dichas cuentas se abona a los empleados cuando éstos dejan de prestar sus servicios al Banco. Estas cuentas devengan intereses a las tasas establecidas por el Banco en función de las tasas ofrecidas por el Banco Nacional de Suiza para cuentas similares. A 31 de marzo de 2007, el balance total de las cuentas inmovilizadas ascendía a 18,9 millones de DEG (2006: 19,4 millones de DEG). Este importe se contabiliza en el Balance de situación bajo la rúbrica «Depósitos en monedas».

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>	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Valor actual de los compromisos	(653,7)	(606,4)	(4,6)	(4,5)	(186,3)	(183,8)
Valor razonable de los activos del fondo	648,6	602,2	–	–	–	–
Consolidado	(5,1)	(4,2)	(4,6)	(4,5)	(186,3)	(183,8)
Pérdidas actuariales no reconocidas	47,3	46,8	0,3	0,3	42,0	57,2
Costes no reconocidos por servicios prestados	(42,2)	(42,6)	–	–	(7,8)	(8,6)
Pasivo al cierre del ejercicio	–	–	(4,3)	(4,2)	(152,1)	(135,2)

B. Valor actual de los compromisos por prestaciones

A continuación se presenta la conciliación del valor actual de los compromisos por prestaciones al inicio y cierre del ejercicio:

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>	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Valor actual del compromiso al inicio del ejercicio	606,4	596,4	4,5	4,3	183,8	179,8
Coste de los servicios del periodo corriente	28,3	26,3	0,2	0,2	7,9	7,5
Contribución de los empleados	3,4	3,2	–	–	–	–
Coste por intereses	19,8	18,5	0,1	0,1	6,1	5,7
Pérdida/(ganancia) actuarial	3,5	9,8	–	–	(13,9)	–
Pagos por prestaciones	(21,8)	(23,3)	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(1,8)
Diferencias cambiarias	14,1	(24,5)	0,1	0,2	4,3	(7,4)
Valor actual del compromiso al cierre del ejercicio	653,7	606,4	4,6	4,5	186,3	183,8

C. Valor razonable de los activos del fondo para pensiones del personal

A continuación se presenta la conciliación del valor razonable de los activos del fondo para el esquema de pensiones del personal al inicio y cierre del ejercicio:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Valor razonable de los activos del fondo al inicio del ejercicio	602,2	566,6
Rendimiento esperado de los activos del fondo	30,6	27,4
Ganancia actuarial	4,1	36,8
Contribución del Banco	15,9	15,0
Contribución de los empleados	3,4	3,2
Pagos por prestaciones	(21,8)	(23,3)
Diferencias cambiarias	14,2	(23,5)
Valor razonable de los activos del fondo al cierre del ejercicio	648,6	602,2

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	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006
Coste de los servicios del periodo corriente	28,3	26,3	0,2	0,2	7,9	7,5
Coste por intereses	19,8	18,5	0,1	0,1	6,1	5,7
a deducir: Rendimiento esperado de los activos del fondo	(30,7)	(27,4)	-	-	-	-
a deducir: Coste de servicios en periodos anteriores	(1,5)	(3,4)	-	-	(1,0)	(1,0)
Perdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	-	1,2	-	-	2,6	2,8
Total incluido en gastos de explotación	15,9	15,2	0,3	0,3	15,6	15,0

El Banco prevé realizar una aportación de 30,8 millones de DEG a sus esquemas post-empleo en 2007/08.

E. Principales categorías de los activos del fondo en porcentaje del total de sus activos

A 31 de marzo

<i>En porcentaje</i>	2007	2006
Títulos renta variable Europa	16,4	16,1
Otros títulos renta variable	28,4	28,5
Títulos renta fija Europa	25,8	26,9
Otros títulos renta fija	26,6	24,0
Otros activos	2,8	4,5
Rendimiento efectivo de los activos del fondo	5,4%	10,7%

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

	2007	2006
Aplicable a los tres esquemas de prestaciones post-empleo		
Tasa de descuento: la tasa de mercado de la deuda privada suiza de alta calificación	3,25%	3,25%
Aplicable a los esquema de pensiones para personal y directivos		
Aumento asumido en pagos por pensiones	1,50%	1,50%
Aplicable sólo al esquema de pensiones del personal		
Rendimiento esperado de los activos del fondo	5,00%	5,00%
Aumento salarial asumido	4,10%	4,10%
Aplicable sólo al esquema de pensiones para directivos		
Aumento asumido de la remuneración de directivos a efectos de pensión	1,50%	1,50%
Aplicable sólo al esquema de prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes		
Inflación a largo plazo asumida para costes médicos	5,00%	5,00%

En los supuestos utilizados para el aumento de los salarios del personal, de la remuneración de directivos a efectos de pensión y de 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, las tasas de interés, las primas por riesgo y la asignación de activos. Esta estimación incorpora los rendimientos históricos y se calcula con la ayuda de los actuarios independientes del fondo.

El supuesto para la inflación de los costes médicos influye de manera significativa en los importes consignados en la Cuenta de pérdidas y ganancias. Así, una variación del 1% en dicha inflación con respecto al valor asumido para 2006/07 tendría los siguientes efectos:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Incremento/(reducción) de los costes totales por servicios e intereses		
6% inflación costes médicos	4,6	4,3
4% inflación costes médicos	(3,3)	(3,2)

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Incremento/(reducción) de los compromisos por prestaciones		
6% inflación costes médicos	47,0	46,4
4% inflación costes médicos	(35,4)	(37,8)

23. Ingresos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Activos en monedas disponibles para la venta		
Títulos adquiridos con pacto de reventa	59,2	39,9
Deuda pública y otros valores	328,9	287,1
	388,1	327,0
Activos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados		
Letras del Tesoro	816,0	465,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	811,4	104,8
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	4.179,3	3.221,3
Deuda pública y otros valores	1.727,2	1.058,4
	7.533,9	4.849,8
Activos clasificados como préstamos y partidas por cobrar		
Cuentas a la vista y con preaviso	105,6	96,6
Activos de inversión en oro	15,4	20,4
Activos bancarios en oro	6,7	7,0
	127,7	124,0
Instrumentos financieros derivados mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	805,6	936,7
Otros intereses	2,7	1,6
Total de ingresos por intereses	8.858,0	6.239,1
De los cuales:		
intereses percibidos durante el ejercicio financiero	8.260,0	6.392,4

24. Gastos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Pasivos mantenidos al valor razonable con cambios en resultados		
Depósitos en monedas	7.596,9	5.064,3
Títulos vendidos con pacto de recompra	-	0,3
	7.596,9	5.064,6
Pasivos clasificados como préstamos y partidas por cobrar		
Depósitos en oro	5,2	5,4
Depósitos en cuenta a la vista y con preaviso	581,6	462,1
Títulos vendidos con pacto de recompra	57,5	37,0
	644,3	504,5
Total de gastos por intereses	8.241,2	5.569,1
De los cuales:		
intereses abonados durante el ejercicio financiero	7.824,7	5.434,9

25. Diferencias netas de valoración

Las diferencias netas de valoración se refieren en su totalidad a instrumentos financieros mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Diferencias de valoración no realizadas de activos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	(6,8)	(332,9)
Ganancias/(pérdidas) realizadas en activos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	(30,2)	4,3
Diferencias de valoración no realizadas de pasivos financieros	(510,6)	498,2
Ganancias realizadas de pasivos financieros	132,4	63,0
Diferencias de valoración de instrumentos financieros derivados	478,5	(306,7)
Diferencias netas de valoración	63,3	(74,1)

26. Ingresos netos por honorarios y comisiones

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Ingresos por honorarios y comisiones	6,1	5,8
Gastos por honorarios y comisiones	(4,8)	(3,1)
Ingresos netos por honorarios y comisiones	1,3	2,7

27. Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Ganancia/(pérdida) neta por transacción	6,7	(23,4)
Ganancia/(pérdida) neta por conversión	(5,8)	(1,8)
Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)	0,9	(25,2)

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 en el valor de mercado de los contratos a plazo de venta de activos de inversión en oro. Esta minusvalía 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.

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 soporta la mayoría de sus gastos:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de CHF</i>	2007	2006
Consejo de Administración		
Honorarios de los Consejeros	1,9	1,7
Pensiones a antiguos Consejeros	0,6	0,6
Viajes, reuniones externas del Consejo y otros gastos	1,7	1,1
	4,2	3,4
Dirección y personal		
Remuneración	106,6	102,3
Pensiones	32,5	31,4
Otros gastos de personal	45,6	42,6
	184,7	176,3
Gastos de oficina y diversos	64,6	68,9
Gastos administrativos en millones de CHF	253,5	248,6
Gastos administrativos en millones de DEG	137,8	133,6
Amortización en millones de DEG	12,0	13,3
Gastos de explotación en millones de DEG	149,8	146,9

El personal del Banco, expresado en términos de empleados a tiempo completo, estuvo compuesto en promedio por 530 personas durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007 (2006: 520).

29. Ganancias netas por venta de títulos disponibles para la venta

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Ingresos por enajenación	2.265,5	3.214,1
Coste amortizado	(2.292,5)	(3.155,9)
Ganancias/(pérdidas) netas	(27,0)	58,2
Compuestas por:		
Ganancias brutas realizadas	63,0	64,1
Pérdidas brutas realizadas	(90,0)	(5,9)

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 2007 fueron:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Ingresos por enajenación	206,7	187,2
Coste estimado (véase Nota 21B)	(72,8)	(72,7)
Ganancias brutas realizadas	133,9	114,5

31. Beneficio por acción

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

	2007	2006
Beneficio neto del ejercicio financiero (millones de DEG)	639,4	599,2
Media ponderada de acciones con derecho a dividendo	546.125	540.535
Ganancias básicas y diluidas por acción (en DEG por acción)	1.170,8	1.108,5

La propuesta de dividendo correspondiente al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007 es de 255 DEG por acción (2006: 245 DEG).

32. Efectivo y equivalentes al efectivo

A efectos del estado de flujos de efectivo, el efectivo y los equivalentes al efectivo se componen de:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Efectivo en caja y cuentas bancarias a la vista	92,4	33,0
Cuentas a la vista y con preaviso	2.138,6	2.831,6
Total de efectivo y equivalentes al efectivo	2.231,0	2.864,6

33. Impuestos

El Acuerdo de Sede firmado entre el BPI y 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 casi 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 moneda extranjera y en oro:

	Tipo de cambio al contado a 31 de marzo		Tipo de cambio medio del ejercicio financiero cerrado en	
	2007	2006	2007	2006
USD	0,660	0,694	0,673	0,687
EUR	0,883	0,840	0,863	0,835
JPY	0,00562	0,00589	0,00576	0,00607
GBP	1,300	1,205	1,274	1,225
CHF	0,544	0,532	0,544	0,539
Oro	438,3	404,4	422,8	327,7

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>	2007	2006
Valor nominal de los títulos mantenidos en concepto de:		
Acuerdos de custodia	11.189,6	10.413,8
Acuerdos de depósito de garantías	223,6	2.220,5
Mandatos para la gestión de carteras	5.535,4	5.012,1
Total	16.948,6	17.646,4

Los instrumentos financieros mantenidos en concepto de lo anterior se encuentran depositados en custodia en entidades independientes, ya sean bancos centrales o instituciones comerciales.

36. Compromisos

El Banco ofrece a sus clientes (bancos centrales e instituciones internacionales) una serie de facilidades de crédito permanentes comprometidas. A 31 de marzo de 2007, los compromisos de acuerdo de crédito vigentes procedentes de dichas facilidades ascendían a 7.211,8 millones de DEG (2006: 7.470,4 millones), de los cuales 366,0 millones no estaban garantizados (2006: 344,0 millones).

37. Tasas de interés efectivas

La tasa de interés efectiva es la tasa de descuento aplicada a los flujos de efectivo futuros que se esperan para un instrumento financiero para obtener su valor contable actual.

Los siguientes cuadros recogen la tasa de interés efectivo que se aplica a distintos instrumentos financieros en las principales divisas:

A 31 de marzo de 2007

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
Activo					
Depósitos en oro	-	-	-	-	0,85
Letras del Tesoro	5,27	3,48	-	0,52	-
Títulos adquiridos con pacto de reventa	5,23	3,75	-	-	-
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	5,44	3,92	5,46	0,49	4,14
Deuda pública y otros valores	5,13	3,83	5,36	0,78	6,41
Pasivo					
Depósitos en monedas	5,04	3,79	5,21	0,36	6,56
Depósitos en oro	-	-	-	-	0,54
Títulos vendidos con pacto de recompra	5,42	3,88	5,36	0,54	-
Posiciones cortas en activos en monedas	5,51	-	-	-	-

A 31 de marzo de 2006

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
Activo					
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
Deuda pública y otros valores	4,76	3,41	4,80	0,60	4,99
Pasivo					
Depósitos en monedas	4,23	2,55	4,32	-	4,85
Depósitos en oro	-	-	-	-	0,28
Títulos vendidos con pacto de recompra	4,63	-	4,27	-	-

38. Análisis de concentración

A. Total del pasivo

A 31 de marzo

En millones de DEG	2007	2006
África	24.526,0	18.260,7
Asia-Pacífico	99.322,0	84.594,8
Europa	75.225,9	60.380,7
América	51.769,1	41.394,6
Organismos internacionales	7.918,6	3.914,3
Total	258.761,6	208.545,1

Las divisas y el oro depositados en el BPI, procedentes en su mayoría de bancos centrales y organismos internacionales, representan el 90,8% del total de su pasivo (2006: 93,6%). A 31 de marzo de 2007, los depósitos en divisas y en oro procedían de 152 entidades (2006: 154). Dentro de estos depósitos, se constata un grado significativo de concentración por clientes, ya que cuatro de ellos acaparan más del 5% del total sobre la base de la fecha de liquidación (2006: cinco clientes). La Nota 4 describe cómo gestiona el Banco los riesgos derivados de la concentración de su financiación.

B. Compromisos crediticios

A 31 de marzo

En millones de DEG	2007	2006
África	13,0	–
Asia-Pacífico	6.817,8	7.166,4
Europa	315,0	304,0
América	66,0	–
Total	7.211,8	7.470,4

La Nota 36 analiza con más detalle los compromisos crediticios del Banco.

C. Partidas fuera de balance

A 31 de marzo

En millones de DEG	2007	2006
África	1.573,7	975,2
Asia-Pacífico	14.325,4	13.410,4
Europa	318,4	560,2
América	731,1	2.700,6
Total	16.948,6	17.646,4

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 de países del G-10) y en deuda soberana del G-10. Los activos totales del Banco no se desglosan por países al estimar la Dirección del Banco que no se ofrecería una imagen fidedigna del efecto económico de las inversiones del Banco.

39. Partes vinculadas

El Banco considera como partes vinculadas a:

- los miembros del Consejo de Administración;
- los miembros de la Alta Dirección;
- familiares cercanos a las personas arriba citadas;
- sociedades que pudieran ejercer influencia significativa en alguno de los miembros del Consejo de Administración o de la Alta Dirección, así como aquellas sobre las que pudiera influir significativamente cualquiera de estas personas;
- los esquemas de prestaciones post-empleo del Banco; y
- bancos centrales cuyo Gobernador sea miembro del Consejo de Administración del BPI, así como instituciones que mantengan algún tipo de relación con dichos bancos centrales.

En la sección del Informe Anual titulada «Consejo de Administración y Alta Dirección» se enumeran los miembros de ambos órganos 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 consignada en la Cuenta de pérdidas y ganancias fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de CHF	2007	2006
Salarios, asignaciones y cobertura médica	6,7	6,4
Prestaciones post-empleo	1,8	1,8
Remuneración total en millones de CHF	8,5	8,2
Equivalente en DEG	4,6	4,4

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. Asimismo, el Banco gestiona una cuenta de depósito personal inmovilizada en beneficio de aquellos miembros del personal que participaban en un fondo de ahorro ofrecido por el Banco que dejó de existir en 2003. Los titulares de estas cuentas no pueden depositar fondos en ellas y el importe de las mismas se abona cuando éstos dejan de prestar sus servicios al Banco. Ambas cuentas devengan intereses ajustados a las tasas ofrecidas por el Banco Nacional de Suiza para cuentas similares. Los movimientos y el balance total de las cuentas de depósito personal y de las cuentas bloqueadas de los miembros del Consejo de Administración y de la Alta Dirección de la entidad fueron los siguientes:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de CHF</i>	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio	13,3	18,7
Cantidades depositadas más ingresos por intereses (neto de impuestos retenidos)	3,5	6,6
Cantidades retiradas	(1,2)	(12,0)
Saldo al cierre del ejercicio en millones de CHF	15,6	13,3
Equivalente en DEG	8,5	7,1
Gastos por intereses en depósitos en millones de CHF	0,4	0,5
Equivalente en DEG	0,2	0,3

En el cuadro anterior están consignadas las cantidades relativas a los miembros del Consejo de Administración y de la Alta Dirección 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 de la Alta Dirección 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 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 anticipos y la aceptación de depósitos en monedas y en oro.

La política del Banco en estos casos consiste en realizar operaciones con dichas partes en las mismas condiciones que aplica a otros clientes.

Depósitos en monedas procedentes de bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio	53.280,0	39.806,9
Depósitos aceptados	184.721,8	175.323,0
Vencimientos, amortizaciones y oscilaciones del valor razonable	(182.058,0)	(156.074,1)
Variación neta de cuentas a la vista/con preaviso	(2.703,7)	(5.775,8)
Saldo al cierre del ejercicio	53.240,1	53.280,0
Porcentaje del total de depósitos en monedas al cierre del ejercicio	24,0%	28,6%

Pasivos en forma de depósitos en oro procedentes de bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio	6.267,3	4.808,6
Depósitos aceptados	83,3	-
Retiradas netas y oscilaciones del precio del oro	3.773,2	1.458,7
Saldo al cierre del ejercicio	10.123,8	6.267,3
Porcentaje del total de depósitos en oro al cierre del ejercicio	77,1%	67,9%

Títulos adquiridos con pacto de reventa procedentes de bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2007	2006
Saldo al inicio del ejercicio	3.198,5	4.917,3
Depósitos garantizados realizados	680.101,7	1.095.001,1
Vencimientos y oscilaciones del valor razonable	(682.830,0)	(1.096.719,9)
Saldo al cierre del ejercicio	470,2	3.198,5
Porcentaje del total de títulos adquiridos con pacto de reventa al cierre del ejercicio	0,8%	16,4%

Otros importes con bancos centrales e instituciones relacionadas que son partes vinculadas

El Banco mantiene cuentas a la vista en monedas con bancos centrales e instituciones relacionadas a las que considera partes vinculadas, cuyo saldo total a 31 de marzo de 2007 era de 144,7 millones de DEG (2006: 10,8 millones de DEG). El oro depositado en cuentas a la vista con estas entidades ascendía a 11.837,7 millones de DEG a 31 de marzo de 2007 (2006: 7.132,0 millones de DEG).

Operaciones con derivados celebradas 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, incluidas operaciones con divisas y *swaps* de tasas de interés. El valor nominal agregado de estas operaciones en el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007 ascendía a 17.005,8 millones de DEG (2006: 10.948,1 millones de DEG).

40. Pasivos contingentes

El Banco está indirectamente inmerso en causas legales abiertas en Francia a raíz de la recompra obligatoria en 2001 de acciones del BPI en manos de accionistas privados.

En septiembre de 2004, un grupo de personas interpuso una demanda por daños y perjuicios en el Tribunal Comercial de París alegando haber vendido sus acciones del BPI 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 propuesta. Esta demanda no se interpuso contra el BPI, sino contra JP Morgan & Cie SA y Barbier Frinault, que asesoraron al Banco sobre el importe adecuado de la compensación por la recompra. No obstante, el Banco podría ser declarado responsable indirecto en virtud de una cláusula de indemnización contenida en su contrato con JP Morgan & Cie SA que hace referencia a posibles contenciosos y costas que pudieran originarse a raíz de los servicios de asesoría prestados. No se ha dotado ninguna provisión a tal efecto.

En su sentencia con fecha 9 de octubre de 2006, el Tribunal Comercial de París rechazó dicha demanda. A pesar de ello, algunos de los demandantes apelaron al Tribunal de Apelación de París.

Por lo demás, el BPI no tiene abierta en la actualidad ninguna otra causa legal significativa.

Informe de los auditores

Informe de los auditores

al Consejo de Administración y a la Asamblea General
del Banco de Pagos Internacionales (Basilea)

Hemos llevado a cabo la auditoría de los presentes estados financieros (páginas 218 a 258) del Banco de Pagos Internacionales. Como exigen los Estatutos del Banco, los estados financieros se componen del Balance de situación a 31 de marzo de 2007 y de la Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio cerrado en dicha fecha, a los que acompañan unas Notas. Los estados financieros han sido elaborados por la Dirección del Banco de acuerdo con los Estatutos y los principios de valoración descritos en la nota Criterios contables utilizados. La Dirección del Banco es responsable del diseño, aplicación y mantenimiento de los controles internos pertinentes para la elaboración y presentación fidedigna de unos estados financieros sin errores materiales (ya sea por fraude o por equivocación); de la selección y aplicación de políticas contables adecuadas; y de la realización de estimaciones contables que sean razonables para las circunstancias. Nuestra responsabilidad, en virtud de los Estatutos del Banco, consiste en formarnos 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.

Nuestra auditoría se ha realizado conforme a las Normas Internacionales sobre Auditoría, que nos exigen cumplir requisitos éticos y planificar y ejecutar la auditoría de un modo que asegure razonablemente que los estados financieros no contienen ningún error material. Una auditoría conlleva procedimientos para obtener evidencias justificativas de las cantidades e informaciones contenidas en los estados financieros. Los procedimientos elegidos dependen de la opinión del auditor, incluyendo la estimación del riesgo de errores materiales en los estados financieros, ya sea por fraude o por equivocación. Al realizar dicha estimación, el auditor tiene en cuenta los controles internos de la entidad pertinentes para la elaboración y presentación fidedigna de los estados financieros con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados a las circunstancias, pero no con el propósito de expresar su opinión sobre la eficacia de dichos controles. Una auditoría también implica evaluar la adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la Dirección, así como la presentación de los estados financieros en general. 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 2007, así como de 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

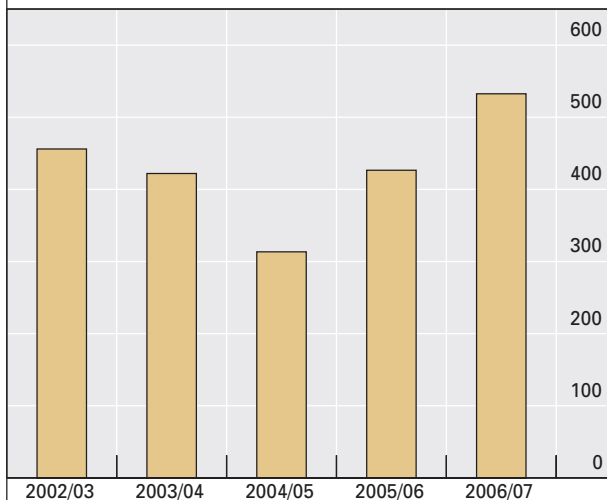
Dr. Philip Göth
Zúrich, 7 de mayo de 2007

Pavel Nemecek

Resumen gráfico de los últimos cinco años

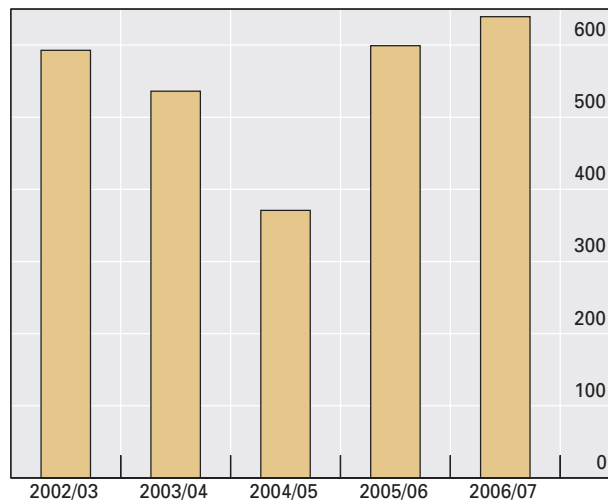
Beneficio de explotación

En millones de DEG



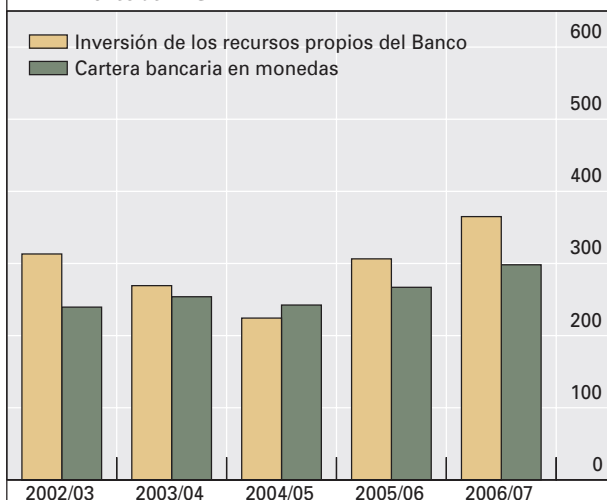
Beneficio neto

En millones de DEG



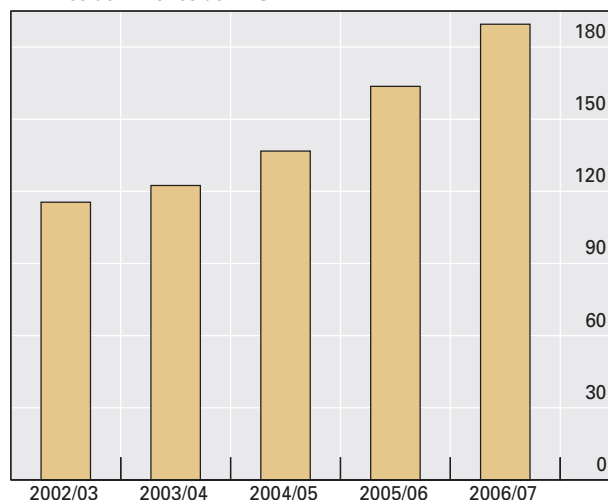
Intereses netos percibidos por inversiones en monedas

En millones de DEG



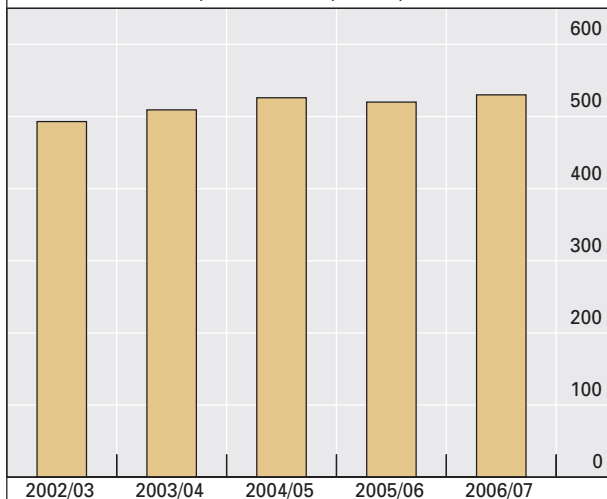
Promedio de depósitos en monedas (según criterios de devengo y de fecha valor)

En miles de millones de DEG



Promedio de empleados

En términos de empleados a tiempo completo



Gastos de explotación

En millones de CHF

