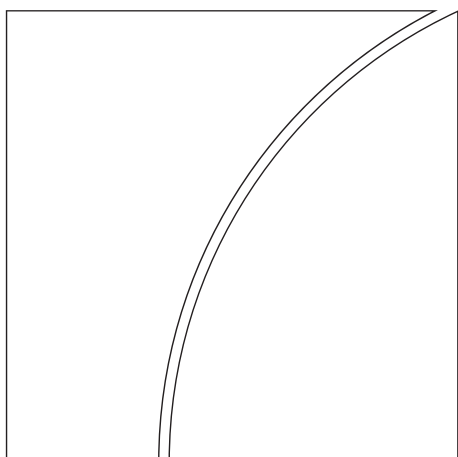




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



# 78° Informe Anual

1 de abril de 2007–31 de marzo de 2008

Basilea, 30 de junio de 2008

Las publicaciones del BPI pueden obtenerse en:

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

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

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

© *Banco de Pagos Internacionales 2008. 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 92-9131-523-0 (versión impresa)

ISBN 92-9197-523-0 (en línea)

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

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

# Índice

|  |           |
|--|-----------|
| Carta de presentación .....  | 1         |
| <b>I. Introducción: lo insostenible ha llegado a su límite .....</b>   | <b>3</b>  |
| Una descripción de lo sucedido .....   | 4         |
| Una explicación para lo sucedido .....   | 8         |
| La respuesta de las autoridades ante lo sucedido .....   | 10        |
| <b>II. La economía mundial .....</b>   | <b>12</b> |
| Aspectos más destacados .....  | 12        |
| Evolución general .....  | 13        |
| Evolución de la demanda mundial .....  | 16        |
| <i>Desaceleración cíclica en las principales economías industriales<br/>    avanzadas</i> .....              | 16        |
| <i>Conexiones internacionales y perspectivas económicas</i> .....  | 18        |
| <i>Políticas y otros factores que influyen en la demanda futura</i> .....                                    | 22        |
| Evolución de la inflación en las economías industriales avanzadas .....                                      | 25        |
| <i>Crecientes riesgos de inflación</i> .....   | 25        |
| <i>Determinantes de la inflación subyacente</i> .....  | 26        |
| Vulnerabilidad de los balances, endurecimiento crediticio y otros obstáculos ..                              | 30        |
| <i>Vulnerabilidad de los hogares</i> .....   | 32        |
| <i>Posibles efectos sobre las empresas no financieras</i> .....  | 35        |
| <b>III. Las economías de mercado emergentes .....</b>  | <b>37</b> |
| Aspectos más destacados .....  | 37        |
| Evolución macroeconómica .....   | 37        |
| Evolución del precio de las materias primas .....  | 41        |
| Balanza exterior y flujos de capital .....   | 44        |
| Reacción de las autoridades .....  | 48        |
| Vulnerabilidad de las economías de mercado emergentes .....  | 52        |
| <i>De momento, todo va bien</i> .....  | 53        |
| <i>Resistencia de las exportaciones de las EME</i> .....   | 55        |
| <i>Resistencia de la demanda interna</i> .....   | 57        |
| <i>Vulnerabilidad frente a una reversión de los flujos de capital</i> .....                                  | 59        |
| <b>IV. La política monetaria en las economías industriales<br/>    avanzadas .....</b>                       | <b>64</b> |
| Aspectos más destacados .....  | 64        |
| Evolución de la política monetaria .....   | 65        |
| <i>La situación a mediados de 2007</i> .....   | 65        |
| <i>La política monetaria durante las turbulencias</i> .....  | 68        |
| <i>¿Condiciones económicas distintas o formas distintas de formular<br/>    la política monetaria?</i> ..... | 71        |

|   |     |
|---|-----|
| Evolución de la comunicación de los bancos centrales .....  | 74  |
| <i>Cambios en la comunicación de la política monetaria</i> .....  | 74  |
| <i>La comunicación en las crisis financieras</i> .....  | 76  |
| La respuesta de los bancos centrales ante la convulsión financiera .....  | 76  |
| <i>La gestión de reservas</i> .....   | 77  |
| <i>La sustitución de las fuentes de financiación perjudicadas</i> .....   | 80  |
| <i>Cuestiones planteadas por la respuesta de los bancos centrales a la convulsión financiera</i> .....                    | 83  |
| <br>  |     |
| V. Los mercados de divisas .....  | 86  |
| Aspectos más destacados .....   | 86  |
| Evolución de los mercados de divisas .....  | 87  |
| <i>Condiciones en los mercados de divisas</i> .....   | 89  |
| Determinantes de la evolución de los tipos de cambio .....  | 91  |
| <i>Diferenciales de tasas de interés y de crecimiento</i> .....   | 92  |
| <i>Balanza por cuenta corriente</i> .....   | 93  |
| <i>Política cambiaria</i> .....   | 94  |
| <i>Tendencias en los flujos de capital</i> .....  | 97  |
| <i>Precios de las materias primas</i> .....   | 99  |
| La resistencia del mercado de divisas a largo plazo .....   | 99  |
| <i>Mayor volumen de contratación y creciente diversificación de los participantes</i> .....                               | 100 |
| <i>Mejoras en la gestión de riesgos</i> .....   | 102 |
| <i>Implicaciones para la capacidad de recuperación del mercado</i> .....  | 103 |
| <br>  |     |
| VI. Los mercados financieros .....  | 105 |
| Aspectos más destacados .....   | 105 |
| Crónica de la convulsión en los mercados de crédito de 2007–08 .....  | 106 |
| <i>Primera etapa: la crisis subprime inicial (junio–mediados de julio de 2007)</i> .....                                  | 108 |
| <i>Segunda etapa: contagio a otros mercados de crédito (de mediados a finales de julio de 2007)</i> .....                 | 108 |
| <i>Tercera etapa: escasez de liquidez y reintermediación involuntaria (agosto de 2007)</i> .....                          | 113 |
| <i>Cuarta etapa: tensiones generalizadas en el sector financiero (septiembre–noviembre 2007)</i> .....                    | 114 |
| <i>Quinta etapa: preocupación por el crecimiento y disfunción en los mercados (enero–mediados de marzo de 2008)</i> ..... | 116 |
| <i>Sexta etapa: el culmen de la crisis crediticia por el momento (mediados de marzo–mayo de 2008)</i> .....               | 117 |
| La escasez de liquidez afectó a los mercados monetarios .....   | 118 |
| Las turbulencias crediticias alcanzaron a los mercados bursátiles .....   | 121 |
| <i>La debilidad se concentró en el sector financiero y en las acciones japonesas</i> .....                                | 122 |
| <i>El elevado riesgo de recesión en Estados Unidos afectó a las previsiones de resultados</i> .....                       | 122 |
| El rendimiento de los bonos cayó bruscamente al agravarse las turbulencias financieras .....                              | 124 |
| <i>La búsqueda de seguridad disparó la demanda de deuda pública</i> .....   | 125 |
| <i>El temor a la recesión redujo aún más los rendimientos</i> .....   | 126 |
| <i>Las tasas de inflación neutrales aumentaron pese al empeoramiento de las perspectivas</i> .....                        | 128 |
| Los activos de mercados emergentes dieron muestras de resistir .....  | 129 |

|   |     |
|---|-----|
| VII. El sector financiero en las economías industriales avanzadas .....               | 134 |
| Aspectos más destacados .....   | 134 |
| El sector financiero está sometido a tensiones .....                                  | 135 |
| <i>Banca comercial</i> .....  | 136 |
| <i>Banca de inversión</i> .....   | 138 |
| <i>Sector asegurador</i> .....  | 140 |
| <i>Inversión apalancada</i> .....   | 141 |
| <i>Mercados inmobiliarios y pérdidas de valoración en entidades financieras</i> ..... | 142 |
| La inestabilidad financiera en perspectiva .....                                      | 146 |
| <i>El ciclo crediticio</i> .....  | 147 |
| <i>El mercado bancario internacional y la transmisión de las tensiones</i> .....      | 151 |
| <i>El modelo de negocio originar y distribuir riesgos</i> .....                       | 153 |
| <br>  |     |
| VIII. Conclusión: la difícil tarea de reparar los daños .....                         | 157 |
| La magnitud de los riesgos para las perspectivas económicas .....                     | 159 |
| Cómo hacer frente a riesgos contrapuestos .....                                       | 164 |
| Mejorar la prevención y la gestión de crisis .....                                    | 168 |
| <br>  |     |
| Organización, buen gobierno y actividades .....                                       | 175 |
| Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco .....                            | 212 |
| Bancos centrales miembros del BPI .....   | 215 |
| Estados financieros .....   | 217 |
| Informe de los auditores .....  | 276 |
| Resumen gráfico de los últimos cinco años .....                                       | 277 |

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 30 de mayo y el 6 de junio de 2008.

## Gráficos

|        |  |     |
|--------|--|-----|
| II.1   | Evolución macroeconómica mundial .....   | 12  |
| II.2   | Contribución a la inflación .....  | 15  |
| II.3   | Vivienda y sector hogares en Estados Unidos .....  | 16  |
| II.4   | Ciclos económicos de EEUU .....  | 17  |
| II.5   | Vínculos económicos mundiales .....  | 19  |
| II.6   | Mercados de la vivienda e hipotecario .....  | 20  |
| II.7   | Posición fiscal y brecha del producto .....  | 23  |
| II.8   | Competitividad de las exportaciones .....  | 24  |
| II.9   | Inflación en las economías del G-3 .....   | 25  |
| II.10  | Holgura económica y precios de las importaciones .....                                     | 27  |
| II.11  | Expectativas de inflación .....  | 29  |
| II.12  | Condiciones actuales de concesión de crédito .....   | 31  |
| II.13  | Crédito bancario real al sector privado .....  | 32  |
| II.14  | Transmisión histórica del endurecimiento de las condiciones crediticias .....              | 34  |
| III.1  | Contribución al crecimiento del PIB real .....   | 39  |
| III.2  | Inflación de los precios de consumo .....  | 39  |
| III.3  | Inflación general frente a inflación subyacente .....                                      | 40  |
| III.4  | Inflación y sus posibles determinantes, 2007 .....   | 40  |
| III.5  | Precios de las materias primas .....   | 43  |
| III.6  | Composición de las entradas brutas de capital privado .....                                | 45  |
| III.7  | Salidas brutas de capital privado y aumento de las reservas oficiales .....                | 48  |
| III.8  | Condiciones monetarias .....   | 49  |
| III.9  | Reservas, deuda y crédito bancario .....   | 50  |
| III.10 | Evolución de los tipos de cambio .....   | 52  |
| III.11 | Previsiones de crecimiento y mercados bursátiles .....                                     | 53  |
| III.12 | Crecimiento con relación a la tendencia .....  | 54  |
| III.13 | Evolución de las importaciones de China .....  | 56  |
| III.14 | Endeudamiento .....  | 58  |
| III.15 | Dependencia de la financiación transfronteriza y coste de asegurar la deuda soberana ..... | 62  |
| IV.1   | Tasas de inflación .....   | 66  |
| IV.2   | Tasas de interés oficiales .....   | 68  |
| IV.3   | Funciones de reacción de los bancos centrales .....  | 72  |
| IV.4   | Variación de las tasas oficiales y condiciones económicas .....                            | 73  |
| IV.5   | Medidas de estigma .....   | 80  |
| IV.6   | Proporción de operaciones temporales a largo plazo en algunos bancos centrales .....       | 81  |
| V.1    | Tipos de cambio y volatilidades implícitas del dólar, el euro y el yen .....               | 87  |
| V.2    | Tipos de cambio efectivos nominales .....  | 88  |
| V.3    | Tipos de cambio efectivos reales en perspectiva histórica .....                            | 89  |
| V.4    | Volatilidades implícitas y diferenciales de precios comprador-vendedor .....               | 90  |
| V.5    | Relación carry-to-risk y posiciones en futuros sobre divisas .....                         | 93  |
| V.6    | Tipos de cambio, tasas de interés y cuenta corriente .....                                 | 94  |
| V.7    | Tipos de cambio controlados y flujos de capital a Estados Unidos ...                       | 96  |
| V.8    | Proporción de acciones y bonos extranjeros en la inversión de cartera .....                | 97  |
| V.9    | Activos extranjeros en fondos de inversión y bonos <i>uridashi</i> .....                   | 98  |
| VI.1   | Principales índices de swaps de incumplimiento crediticio (CDS) ....                       | 106 |
| VI.2   | Preferencia por el riesgo en los mercados de crédito .....                                 | 107 |
| VI.3   | Diferenciales corporativos y tasas y volúmenes de impago .....                             | 108 |
| VI.4   | Mercados de titulización de EEUU .....   | 111 |

|        |  |     |
|--------|--|-----|
| VI.5   | Mercados subprime: proyecciones de pérdida y cambios de calificación .....                                   | 112 |
| VI.6   | Volúmenes de emisión .....   | 112 |
| VI.7   | Mercados de pagarés de empresa garantizados por activos (ABCP) ..  | 114 |
| VI.8   | Diferenciales del sector financiero y de los bonos municipales .....   | 115 |
| VI.9   | Diferenciales de tasas de interés y de crédito bancario .....  | 119 |
| VI.10  | Financiación en el mercado interbancario en dólares de EEUU y tasas implícitas en los swaps de divisas ..... | 120 |
| VI.11  | Cotizaciones bursátiles y expectativas de beneficios .....   | 121 |
| VI.12  | Volatilidad y valoraciones de los mercados bursátiles .....  | 123 |
| VI.13  | Tasas de interés .....   | 124 |
| VI.14  | Tasas de interés y diferenciales .....   | 125 |
| VI.15  | Tasas de interés oficiales y expectativas implícitas .....   | 127 |
| VI.16  | Rendimientos reales y tasas de inflación a plazo neutrales .....   | 129 |
| VI.17  | Indicadores financieros de los mercados emergentes .....   | 130 |
| VI.18  | Sensibilidad de las bolsas de mercados emergentes a factores internacionales .....                           | 131 |
| VI.19  | Correlación condicional entre los diferenciales de economías emergentes y EEUU .....                         | 132 |
| VII.1  | Precio del seguro frente a tensiones sistémicas .....  | 135 |
| VII.2  | Indicadores de actividad y riesgo en la banca de inversión .....   | 139 |
| VII.3  | <i>Hedge funds</i> : volumen, rendimiento y apalancamiento .....   | 141 |
| VII.4  | Mercado de préstamos LBO: volumen, riesgo y valoración .....   | 142 |
| VII.5  | Tasas de morosidad de hipotecas .....  | 143 |
| VII.6  | Precios de la vivienda ajustados por inflación .....   | 144 |
| VII.7  | Sector inmobiliario comercial de EEUU .....  | 145 |
| VII.8  | Precios de las acciones bancarias y coste del capital .....  | 147 |
| VII.9  | Valoración del riesgo en los mercados de préstamos sindicados y de deuda .....                               | 148 |
| VII.10 | Composición sectorial del crédito bancario .....   | 149 |
| VII.11 | Mercados financieros y la economía real .....  | 150 |
| VII.12 | Crédito internacional y posiciones interbancarias .....  | 152 |

## Cuadros

|       |   |     |
|-------|---|-----|
| II.1  | Contribución a la demanda, el consumo y la inversión mundiales ...                  | 14  |
| II.2  | Evolución de las previsiones de inflación .....                                     | 26  |
| II.3  | Transmisión de la inflación .....   | 28  |
| II.4  | Sector no financiero: financiación, gastos y coeficientes de balance .....          | 33  |
| III.1 | Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente ...              | 38  |
| III.2 | Demanda mundial de petróleo .....   | 42  |
| III.3 | Crédito transfronterizo y nacional en las economías de mercado emergentes .....     | 47  |
| III.4 | Indicadores de vulnerabilidad externa, 2007 .....                                   | 59  |
| IV.1  | Proyecciones para tasas de interés oficiales, crecimiento del PIB e inflación ..... | 65  |
| IV.2  | Medidas adoptadas durante la convulsión financiera .....                            | 77  |
| V.1   | Variación anual de las reservas oficiales de divisas .....                          | 95  |
| V.2   | Volumen de negociación global en el mercado de divisas .....                        | 100 |
| V.3   | Volumen de negociación en el mercado de divisas por tipo de contraparte .....       | 101 |
| VI.1  | Secuencia de los principales acontecimientos .....                                  | 109 |

|       |  |     |
|-------|--|-----|
| VII.1 | Rentabilidad de los principales bancos .....                       | 136 |
| VII.2 | Coeficientes de capital y liquidez de los principales bancos ..... | 138 |
| VII.3 | Absorción de pérdidas por subprimes y recapitalización .....       | 143 |
| VII.4 | Precios de los inmuebles de uso comercial .....                    | 146 |



## 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.



# 78° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual  
del Banco de Pagos Internacionales  
reunida en Basilea el 30 de junio de 2008*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 78° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2008.

El beneficio neto del ejercicio ascendió a 544,7 millones de DEG, frente a los 619,2 millones de DEG del ejercicio anterior. Esta última cifra se ha reajustado para reflejar el cambio de criterios contables aplicado a las cuentas del presente ejercicio. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2007/08 pueden consultarse en la sección «Resultado financiero y distribución del beneficio» que figura en las páginas 205–210 del presente Informe. Los nuevos criterios contables se explican en las páginas 225–230 y su impacto financiero se recoge en la Nota 3 (páginas 232–233).

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 144,7 millones de DEG al pago de un dividendo de 265 DEG por acción (frente a los 255 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 40,0 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 354,0 millones de DEG, al fondo de reserva libre. Además, propone reducir en 71,3 millones de DEG el fondo de reserva libre por el impacto del cambio de criterios contables en el ejercicio previo.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2007/08 será pagadero a los accionistas el 3 de julio de 2008.

Basilea, 10 de junio de 2008

MALCOLM D. KNIGHT  
Director General