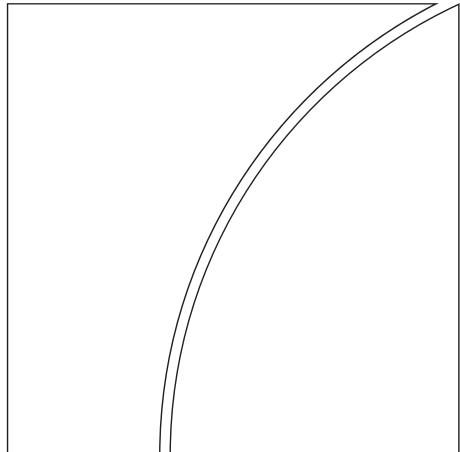




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



78º 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

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).

Índice

Carta de presentación	1
I. Introducción: lo insostenible ha llegado a su límite	3
Una descripción de lo sucedido	4
Una explicación para lo sucedido	8
La respuesta de las autoridades ante lo sucedido	10
II. La economía mundial	12
Aspectos más destacados	12
Evolución general	13
Evolución de la demanda mundial	16
<i>Desaceleración cíclica en las principales economías industriales 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
III. Las economías de mercado emergentes	37
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
IV. La política monetaria en las economías industriales avanzadas	64
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 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
 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
 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
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
<hr/>	
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.

78º 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 78º 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

I. Introducción: lo insostenible ha llegado a su límite

La convulsión latente en los mercados financieros finalmente estalló el 9 de agosto de 2007, cuando varios bancos centrales se vieron obligados a adoptar medidas extraordinarias en un intento por restaurar el orden en el mercado interbancario. El desorden se desencadenó al suspender la recompra de sus participaciones un pequeño grupo de fondos que habían invertido en productos de financiación estructurada respaldados por hipotecas estadounidenses de alto riesgo (*subprime*) de reciente novación. Nadie puede predecir con certeza cuándo o dónde acabará este desorden, cuya duración, alcance y efectos, cada vez más palpables sobre la economía real, han sorprendido a la mayoría de analistas, tanto del sector público como del privado.

En esta tesis, se impone comprender qué está ocurriendo exactamente. ¿Cómo es posible que los problemas con las hipotecas de alto riesgo, un sector tan pequeño de los mercados financieros mundiales, hayan podido provocar tal alteración? La respuesta a esta pregunta es fundamental para poder evaluar la eventual severidad de sus consecuencias económicas y definir la respuesta más adecuada por parte de las autoridades. Aunque la prioridad principal debe ser solucionar las dificultades actuales, igual importancia reviste introducir e implementar nuevas reformas para evitar que puedan repetirse acontecimientos con consecuencias potencialmente tan costosas. Por muy difíciles que puedan ser los retos actuales, también brindan una oportunidad de cambio institucional nada desdeñable.

Hasta la fecha, el análisis de esta convulsión se ha centrado sobre todo en los segmentos del mercado en los que se originó, y en concreto en el papel que jugaron los nuevos productos financieros. Los partidarios de analizar «qué es distinto» han enfatizado las deficiencias en la manera en que se amplió el modelo bancario de originación y distribución del riesgo al sector hipotecario. También han destacado el protagonismo que cobraron los productos financieros con estructuras muy innovadoras, su promoción por las agencias de calificación y el recurso a vehículos de inversión fuera de balance por bancos deseosos de reducir sus exigencias de capital regulador. Todo ello tiene su importancia y remite a útiles prescripciones para las políticas.

Ahora bien, este enfoque no hace sino complementar un análisis más fundamental que ayuda a explicar no sólo la reciente convulsión financiera, sino también el aumento de la inflación y la marcada retracción de numerosos mercados de la vivienda. Así, quienes centran el análisis en «qué sigue igual» trazarían paralelismos entre este periodo de convulsión financiera y económica y otros muchos anteriores. Los historiadores recordarían el largo periodo de recesión que comenzó en 1873, la desaceleración mundial de finales de los años 20 y las crisis japonesa y asiática vividas a comienzos y

finales de la década de los 90 respectivamente. En cada una de estas ocasiones, un largo periodo de intenso crecimiento crediticio coincidió con una pujanza cada vez más eufórica de la economía real y los mercados financieros, seguida de una súbita crisis y una prolongada desaceleración. Prácticamente en todos estos casos hubo algún tipo de novedad económica o financiera que, considerándose precursora de una «nueva era», justificó esa rápida expansión del crédito y a la que se culpó después, como era de esperar, de la desaceleración sobrevenida. En este contexto, incluso lo que antes se ha identificado como «distinto» básicamente continúa siendo «igual».

Una descripción de lo sucedido

A lo largo de las últimas dos décadas, parece que a la economía mundial le ha ido bastante bien. La inflación se ha mantenido en niveles muy reducidos en casi todo el mundo y, hasta hace relativamente poco, mostraba una notable estabilidad. Al mismo tiempo, el crecimiento ha sido en general elevado, alcanzando niveles récord en los últimos cuatro años. Junto a ello, las desaceleraciones económicas en las economías avanzadas han sido tan leves desde comienzos de los años 80 que le valieron a este período el galardón de «la Gran Moderación». Además, la enorme capacidad de reacción mostrada por estos países ante los recurrentes episodios de tensión en los mercados financieros se alabó como un indicador más del mejor funcionamiento de las economías. En concreto, se señaló el mantenimiento de la inflación en niveles bajos por parte de bancos centrales creíbles como un factor de estabilidad crucial en la mayoría de las economías avanzadas.

No obstante, la sola mención de turbulencias financieras lleva a dos interrogantes menos tranquilizadores. El primero es por qué parecen haber aumentado la frecuencia y la magnitud de estos episodios de tensión financiera. El segundo, motivado en concreto por los acontecimientos que rodearon al descalabro del *hedge fund* LTCM en 1998, es si el núcleo del sistema financiero mundial podría llegar a resultar tan vulnerable como su periferia. Los sucesos del último año han demostrado que ambos motivos de preocupación no son injustificados.

La reciente convulsión financiera se inició en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo y en los de sus productos estructurados. Las tasas de morosidad en el primero habían comenzado a elevarse a inicios de 2005, casi al mismo tiempo que empezó a caer el precio de la vivienda, aunque la respuesta de los mercados no llegó hasta principios de 2007, cuando los diferenciales de rendimiento de estos productos comenzaron a ampliarse y aumentaron las rebajas de su calificación crediticia, acelerándose este proceso bruscamente en agosto. Como ya se ha mencionado, el detonante estuvo en la decisión de unos pocos fondos de inversión de suspender el reembolso de sus participaciones, alegando la incapacidad de valorar sus complejos activos. A partir de este pequeño germen, la convulsión financiera se propagó prácticamente por cada rincón del sistema financiero.

A principios de agosto, la creciente inquietud por la valoración de los productos financieros complejos, unida a los riesgos de liquidez y de

contraparte, ya había afectado negativamente a otros muchos mercados. El de productos estructurados basados en hipotecas prácticamente se colapsó, se produjo una desinversión masiva en pagarés de empresa garantizados (ABCP) y se contrajeron repentinamente los mercados interbancarios de colocaciones a plazo en las principales monedas. Esto último se manifestó en forma de una brecha sin precedentes entre las tasas de interés oficiales previstas (para un horizonte de uno a tres meses) y las tasas a las que los principales bancos estaban dispuestos a prestarse entre sí. Aunque fue casi inevitable que las dificultades del mercado *subprime* acabaran repercutiendo en las instituciones financieras más activas en este mercado, la fuerza y la velocidad del impacto tomaron a casi todos por sorpresa.

Asimismo, estas perturbaciones en los mercados monetarios de corto plazo pronto comenzaron a dejarse sentir en otros segmentos, reforzadas por el creciente pesimismo sobre las perspectivas macroeconómicas y el aumento generalizado de la aversión al riesgo. Los rendimientos de los principales títulos de deuda pública de economías avanzadas industriales cayeron bruscamente en un primer momento, al tiempo que se ampliaban los diferenciales de la deuda corporativa de alto riesgo y prácticamente se colapsaba el mercado de adquisiciones de empresas. Si bien las cotizaciones bursátiles no reaccionaron de inmediato, acabaron por caer de forma significativa, en particular las de empresas financieras. En algunos países, especialmente en Estados Unidos, los precios de la vivienda soportaron crecientes presiones bajistas, al tiempo que empezaba a frenarse el mercado de inmuebles de uso comercial. Por último, la volatilidad creció imparable en la mayoría de mercados financieros, al igual que el costo de protegerse frente a ella.

Teniendo en cuenta el papel crucial desempeñado por bancos estadounidenses y europeos en el mercado *subprime* de Estados Unidos, no fue de extrañar que éstos comenzaran a anunciar pérdidas. Aún más sorprendente y preocupante fue la frecuencia con la que las pérdidas anunciadas se revisaban al alza y la divergencia entre bancos en sus porcentajes de pérdidas reconocidas sobre posiciones declaradas. Aun así, en un principio siguió confiándose en que los bancos contaran con capital suficiente para absorber estas pérdidas, sin temerse un deterioro significativo de las condiciones crediticias, ni mucho menos una contracción del crédito.

Sin embargo, este supuesto ya comenzó a cuestionarse en el tercer trimestre de 2007, conforme fue haciéndose patente que los balances de los bancos y sus correspondientes necesidades de capital aumentarían involuntariamente al hacerse efectivas cláusulas acordadas en contratos anteriores que estipulaban la provisión de liquidez. Además, algunos vehículos de inversión financiera estructurada (SIV), creados por los bancos para mantener activos fuera de sus balances, hubieron de reabsorberse al agotarse sus fuentes de financiación propia. Con la llegada del nuevo año, la confianza volvió a deteriorarse —aunque más tarde se repondría transitoriamente— cuando algunos bancos internacionales anunciaron tanto su necesidad de recapitalizarse como la entrada en su capital de fondos de inversión soberanos. En marzo de 2008, la confianza volvió a sufrir un revés

cuando Bear Stearns, un gran banco de inversión estadounidense, sufrió serias dificultades financieras a una velocidad pasmosa. Sin embargo, esta erosión de la confianza quedó contrarrestada con creces cuando la Reserva Federal facilitó la fusión de este banco con JPMorgan Chase, entidad aún mayor pero más sólida. Más recientemente, también ha empezado a temerse por la insuficiencia del capital de algunos bancos de mediano tamaño, especialmente en países donde éstos están muy expuestos a los sectores de la vivienda y la construcción.

Otras instituciones financieras también acabaron inmersas en este embrollo. Los fondos de inversión en el mercado monetario registraron crecientes retiradas al inicio de la convulsión, aunque los inversionistas más tarde regresarían en busca de seguridad. Por consiguiente, estos fondos fueron volviéndose cada vez más conservadores y reacios a proporcionar financiación a plazo a los bancos. Los *hedge funds*, que dependen de su intermediario principal (*prime broker*), tuvieron que aportar garantías adicionales al caer el precio de sus activos, y con mayor frecuencia según avanzaba el periodo. Muchos de ellos se vieron obligados a vender activos, contribuyendo con ello a la caída de los precios, y algunos incluso llegaron a quebrar. Algunas compañías de seguros y fondos de pensiones, pese a estar en cierto modo amparados por diferencias en las normas de contabilidad, anunciaron pérdidas sustanciales relacionadas con las hipotecas *subprime* y los productos estructurados sobre ellas. Acaso más preocupante fue que una serie de aseguradoras de caución (*monolines*), que tradicionalmente se han servido de su elevada calificación crediticia para garantizar las emisiones de bonos de prestatarios como administraciones estatales y municipales de Estados Unidos, vieran rebajada o amenazada su calificación debido a las garantías otorgadas para productos estructurados. De este modo, la preocupación por el riesgo de contraparte se extendió aún más.

En Estados Unidos se confió en un primer momento en que los problemas del sector *subprime* quedarían contenidos y que el gasto en consumo y la economía en general no se verían muy afectados. A la postre, ambas consideraciones resultaron poco realistas. El sector de la vivienda residencial se resintió sobremanera por la marcada caída de los precios de los inmuebles residenciales y la ingente acumulación de propiedades sin vender. Asimismo, al disminuir la riqueza de los hogares y aumentar el desempleo, retrocedió el gasto en consumo y la economía amenazó con entrar en recesión. De nuevo a raíz de la convulsión financiera, a finales de año comenzaron a observarse indicios de endurecimiento de las condiciones crediticias, en posible detrimento del gasto tanto de los consumidores como de las empresas. En otros países industriales avanzados, que habían quedado a salvo de las convulsiones aunque sólo fuera parcialmente, el crecimiento se mantuvo algo más firme. Por tanto, la previsión de consenso para Europa y Japón en 2008 se revisó a la baja menos que en el caso de Estados Unidos. En algunos países europeos, se observaron indicios de que la relativa debilidad del gasto en consumo estaba frenando la demanda agregada. Aun así, las exportaciones desde Europa y Japón mantuvieron su vigor impulsadas en ambos casos por la demanda procedente de las economías de mercado

emergentes. En este sentido destacan China y otras economías asiáticas, así como un gran número de países de América Latina, Oriente Medio y otras regiones que se beneficiaron de los mayores precios de las materias primas y la mejora de sus términos de intercambio.

Todo ello, unido al continuo crecimiento de las economías de mercado emergentes, centró la atención sobre la sostenibilidad de su demanda agregada. Hacia finales de 2007, se sugirió que estas economías no sólo podrían «desacoplarse» de Estados Unidos, sino que además la continua mejora de sus variables fundamentales y su falta de exposición al mercado *subprime* las habrían convertido de hecho en un refugio seguro frente a las turbulencias financieras que afectaban a otros países. Este optimismo generó inicialmente entradas de capital a gran escala en muchas de estas economías, que dieron un espaldarazo al precio de sus activos, incluso mientras éstos se desplomaban en otros lugares.

Sin embargo, al crecer la preocupación por el posible tenor de la desaceleración económica en Estados Unidos, comenzó a cambiarse de opinión. De hecho, examinada más de cerca la situación, se suscitaron dudas sobre el vigor a largo plazo de los mercados emergentes. En China, el extraordinario ritmo de crecimiento de la inversión en capital fijo, destinado en gran medida a la industria pesada en los últimos años, hizo temer una mala asignación de recursos con una repercusión más amplia sobre los precios mundiales de las materias primas y el medioambiente. En Oriente Medio se intensificó el temor a que algunos países estuvieran siguiendo planes de desarrollo estratégico similares que pudieran resultar en problemas de exceso de oferta. Por su parte, en Europa central y oriental los crecientes déficits en cuenta corriente de muchos países parecían cada vez más insostenibles. Haciéndose eco de todas estas inquietudes y de la evolución financiera en otros lugares, los flujos de capital hacia estos países han comenzado a moderarse últimamente y, hacia mediados de mayo de 2008, las cotizaciones bursátiles habían abandonado sus máximos en una serie de países importantes.

El aumento de la inflación es otro de los factores que ha moderado el optimismo sobre un crecimiento sostenido, no sólo en las economías de mercado emergentes, sino también en las industriales avanzadas. El encarecimiento de los alimentos y la energía ha desatado esta evolución, pero sin duda las presiones inflacionistas se detectan ahora en un frente más amplio. Aunque es difícil estimar la «brecha» entre la oferta y la demanda mundiales, ésta parece haber sido muy reducida a finales de 2007. De hecho, los precios pagados por algunas economías avanzadas para importar productos desde China, que habían caído durante la última década, recientemente han ido aumentando de forma considerable y hay motivos para creer que seguirán haciéndolo. En países cuyas monedas se han depreciado en los últimos tiempos, como Estados Unidos y el Reino Unido, es muy probable que empeoren las presiones inflacionistas subyacentes.

Este cóctel de crecientes presiones inflacionistas y turbulencias financieras que desaceleran la demanda admite diversas interpretaciones. Por un lado, si el menor crecimiento se considerase suficiente para mantener

a raya la inflación mundial, aunque fuera con cierto retardo, la situación podría considerarse positiva. Por el otro, la desaceleración mundial podría resultar mucho mayor y duradera de lo preciso para mantener controlada la inflación, pudiendo incluso desembocar en deflación, lo que evidentemente sería menos deseable. Por desgracia, si se tienen en cuenta las posibles interacciones entre el debilitamiento de la economía real, el elevado endeudamiento de los hogares y la enorme tensión sobre el sistema financiero, esta última hipótesis, pese a improbable, no puede descartarse del todo.

Una explicación para lo sucedido

Numerosos académicos han conjeturado sobre las causas de los reiterados períodos de tensión que durante siglos han dejado su marca en el entorno financiero. Los estudios del economista Hyman Minsky en los años 70 parecen especialmente pertinentes a las circunstancias actuales. Minsky advirtió que un continuo empeoramiento de las condiciones crediticias durante años acabaría culminando en un momento de reconocimiento y retroceso (lo que algunos han llamado «el momento Minsky») en el que la liquidez del mercado se evaporaría. Sin embargo, la crisis de liquidez no era para él más que un síntoma del problema crediticio subyacente, dado que la liquidez del mercado siempre depende decisivamente de la continua disponibilidad de financiación. Irving Fisher, por su parte, pintó un panorama similar de deterioro de las condiciones crediticias en su célebre trabajo sobre los orígenes de la Gran Depresión. Por último, otros teóricos de preguerra advirtieron sobre el peligro de que una calificación errónea del crédito provocara burbujas en los precios de los activos, desviaciones insostenibles en los patrones de gasto y la inevitable desaceleración económica.

Corroborando todas estas inquietudes, en los últimos años se han puesto claramente de manifiesto una serie de tendencias económicas y financieras inusuales. La primera ha sido el rápido crecimiento del dinero y del crédito, en un contexto de una inadecuada valoración del riesgo de forma generalizada. Las elevadas tasas de crecimiento monetario y crediticio registradas en todo el mundo en los últimos tiempos son el resultado de la interacción de la política monetaria, el tipo de régimen cambiario por el que optaron algunos países e importantes modificaciones en el propio sistema financiero.

Tal vez habría que empezar señalando que las tasas de interés oficiales en las economías industriales avanzadas han sido en los últimos tiempos extraordinariamente bajas comparadas con sus niveles de posguerra, debido a la ausencia de presiones inflacionistas significativas. Esto fue posible gracias a la mayor credibilidad de los bancos centrales durante años, aunque también al coincidir alteraciones positivas por el lado de la oferta muy relacionadas con la globalización con una menor demanda de inversión en algunos países (como Alemania y Japón) tras períodos de expansión excesivamente rápida.

Podría haberse esperado que esta orientación de la política monetaria hubiera generado una depreciación generalizada de las monedas de las economías industriales avanzadas, en especial del dólar de Estados Unidos,

respecto a las de las economías de mercado emergentes. Sin embargo, en muchas de estas últimas, las presiones alcistas sobre sus monedas se contrarrestaron durante largo tiempo con un grado equivalente de relajación de la política monetaria y la intervención masiva en los mercados de divisas. Es probable que lo primero haya contribuido al alza del precio de los activos y al mayor gasto en los mercados emergentes y que lo segundo, a través de la inversión de las reservas oficiales de divisas, haya facilitado aún más la disponibilidad de financiación en las economías industriales avanzadas. De este modo, el estímulo monetario al crecimiento crediticio fue adquiriendo dimensión mundial.

Con todo, es innegable que los cambios en el sistema financiero a lo largo de los años también han contribuido de forma importante al desenlace de los acontecimientos. En concreto, las numerosas innovaciones relacionadas con la propagación del modelo financiero basado en originar y distribuir riesgos han tenido una enorme influencia. Innovaciones recientes como los productos financieros estructurados se consideraron en un principio una buena manera de repartir los riesgos asumidos. Sin embargo, la forma en la que se introdujeron empeoró significativamente la calidad de la calificación del crédito en muchos mercados y produjo una clara falta de transparencia, lo que acabó generando una enorme incertidumbre sobre el volumen real de las pérdidas y su distribución. En efecto, las innovadoras técnicas financieras de «empaquetamiento» y redistribución de riesgos hacían que éstos fueran más costosos pero menos probables, al menos durante algún tiempo. En la práctica, esto suponía que los riesgos inherentes a los nuevos préstamos parecían desaparecer, elevando con ello las calificaciones, hasta que reaparecían de repente al materializarse una pérdida totalmente inesperada.

También es un hecho que, antes de las recientes turbulencias, los precios de numerosos activos financieros se situaron en cotas inusualmente elevadas durante un periodo prolongado. La tasa de interés de los títulos del Tesoro de Estados Unidos (la inversa de su precio) fue tan baja durante tanto tiempo que el Presidente de la Reserva Federal la tildó de «enigma». Asimismo, las primas por riesgo de otros títulos de deuda soberana, bonos corporativos de alta rentabilidad y otros activos de riesgo cayeron hasta mínimos históricos. Las acciones de empresas de las economías industriales avanzadas continuaron generosamente valoradas (por no decir sobrevaloradas) y la revalorización bursátil en muchos mercados emergentes fue espectacular. Los precios de la vivienda alcanzaron niveles récord en casi todos los países, a excepción de Alemania, Japón y Suiza, que aún se estaban recuperando de los excesos inmobiliarios de los años 80 y principios de los 90. Hasta los precios de los vinos de prestigio, las antigüedades y los sellos de colección se dispararon. Igualmente, el costo de protegerse frente a movimientos de los precios de mercado (inferido de la volatilidad implícita) se mantuvo en niveles excepcionalmente bajos durante muchos años. En principio, podrían esgrimirse los indicadores fundamentales para explicar cada una de estas tendencias, pero en honor al principio de parsimonia (la «navaja de Ockham»), cabe destacar que todas ellas también podrían explicarse a partir de una abundante disponibilidad de financiación a bajo precio.

Por último, también es un hecho que los patrones de gasto en algunos países se han desviado sustancialmente de sus tendencias seculares. En Estados Unidos y otras grandes economías, la tasa de ahorro de los hogares cayó hasta mínimos históricos y a menudo estuvo acompañada de crecientes déficits en cuenta corriente, mientras que en China se produjo un incremento masivo e igualmente insólito de la inversión fija. Al igual que en el caso de los precios de los activos, estos patrones concuerdan con una amplia oferta de crédito barato.

En suma, los hechos precedentes invitan a pensar que las dificultades en el mercado *subprime* fueron el detonante, y no tanto la causa, de todas las alteraciones que siguieron. Asimismo, también sugieren que los problemas venideros podrían ser de magnitud mucho mayor de lo que muchos anticipan. Por último, la preponderancia de la rápida expansión monetaria y crediticia en esta explicación de los acontecimientos también cuadra con el reciente aumento de la inflación mundial y, posiblemente, con el repunte de las expectativas de inflación.

En este entorno tan complejo, es obvio que las autoridades monetarias tendrán dificultades para mantener al mismo tiempo la estabilidad de precios, un crecimiento real significativo y la estabilidad financiera. Igualmente, es obvio que cada autoridad podría extraer sus propias conclusiones sobre los instrumentos de política necesarios a tal efecto, lo que a su vez podría repercutir en la evolución de los tipos de cambio, complicando con ello aún más las decisiones de estos órganos.

La respuesta de las autoridades ante lo sucedido

Casi desde el primer día de la convulsión, los bancos centrales que supervisan los principales centros financieros respondieron ante la paralización de los mercados monetarios aumentando la frecuencia de sus operaciones y en ocasiones también su volumen. Aunque los diferentes marcos operativos de cada país hicieron que a veces sus medidas parecieran distintas, todas ellas compartieron el mismo objetivo principal: conseguir que las tasas de interés a un día se mantuvieran en niveles acordes con los objetivos oficiales. Con el tiempo, algunos bancos centrales ampliaron sus procedimientos habituales, en concreto aceptando una gama de garantías más amplia y de un mayor número de instituciones, facilitando operaciones a más largo plazo y coordinando esfuerzos con otros países. La Reserva Federal optó por ser particularmente flexible e introdujo con éxito una nueva facilidad para subastar crédito a través de su ventanilla de descuento, a fin de acabar con el estigma asociado al recurso tradicional a la misma. Además, tras ayudar en la adquisición de Bear Stearns, la Fed incluyó en su operativa habitual la concesión de préstamos a *primary dealers*, pese a no tratarse de bancos comerciales ni estar siquiera supervisados por el Sistema de la Reserva Federal.

Al principio, muchos pensaron que estas inyecciones de liquidez bastarían para hacer frente a lo que básicamente se consideraba una crisis de liquidez. Sin embargo, conforme pasaba el tiempo e iban acumulándose

síntomas de debilitamiento económico y de creciente riesgo de contraparte, fue quedando claro que tales medidas, bien que necesarias, podrían quedarse cortas y, aunque podrían ayudar a ganar tiempo, tendrían que complementarse con otras políticas tanto de carácter cíclico como estructural.

Por su flexibilidad, la política monetaria fue la que lógicamente atrajo primero la atención, siendo en casi todas partes más acomodaticia de lo esperado hace seis meses. Dicho esto, la complejidad de las circunstancias ha conducido a respuestas muy variadas.

Países como Australia, Noruega y Suecia elevaron las tasas de interés, justificándose en la lejanía de sus sectores financieros con respecto a la crisis, su inflación observada y sus presiones inflacionistas. En otras jurisdicciones, en concreto en la zona del euro, la tasa oficial ha permanecido intacta, pese a que los primeros indicios apuntaban a su posible subida. En este caso, parece haberse estimado que la elevada inflación, el dinamismo económico y la inquietud por las presiones alcistas sobre los salarios lograban contrarrestar las posibles amenazas para el crecimiento y la desinflación que ocasionaría una corrección de los excesos anteriores. Por último, en otros países se ha reducido la tasa objetivo oficial, especialmente en Estados Unidos, donde el riesgo de recesión se consideraba más evidente y no se esperaba que las expectativas de inflación fueran a alcanzar entretanto niveles persistentemente más altos.

En cuanto a la política fiscal, también se debatió ampliamente su posible utilización para mantener el crecimiento mundial. Sin embargo, los pocos países cuya disciplina previa les había permitido ampliar su margen de maniobra eran precisamente aquellos donde la economía se mostraba más vigorosa, por lo que los únicos en actuar con diligencia fueron Estados Unidos y España. Al mismo tiempo, también se introdujeron otras medidas que podrían llegar a afectar a los contribuyentes. El caso más notorio fue el de algunas agencias semipúblicas estadounidenses que intentaron alentar los precios comprando grandes volúmenes de títulos respaldados por hipotecas y aceptando instrumentos similares como garantía. En Alemania, el Gobierno prestó ayuda directa a una serie de instituciones que se habían visto envueltas en la crisis de las *subprime* estadounidenses. Por su parte, el Gobierno británico tuvo que nacionalizar Northern Rock, el quinto mayor banco del país, ampliando claramente aún más las obligaciones potenciales del Estado.

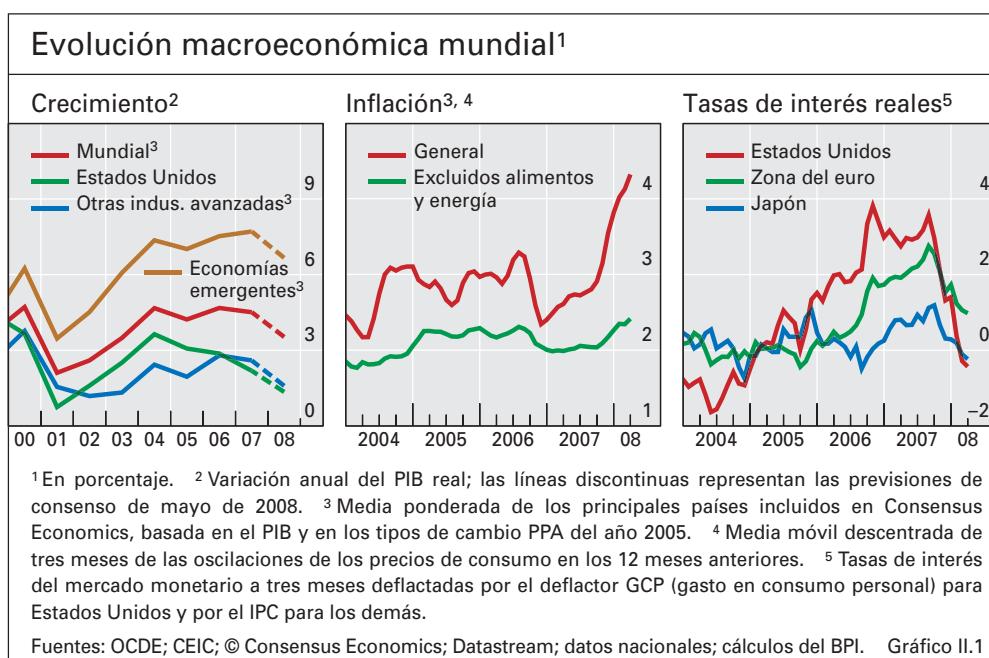
Este episodio de convulsión ha provocado además una fuerte reacción de las autoridades reguladoras, que en algunos países instaron a los bancos a recapitalizarse recurriendo al sector privado. También diversos estudios analíticos, tanto del sector público como del privado, recomendaron a los bancos mayor transparencia en sus métodos de valoración y en su declaración de pérdidas. Y por último, se formularon diversas recomendaciones para mejorar en un futuro los criterios de concesión de crédito y la utilización de productos financieros estructurados. La implementación de todas estas medidas deberá afrontar sin embargo numerosas dificultades, sobre todo evitar que se agraven las tensiones a corto plazo en el mercado al perseguir loables objetivos a medio plazo.

II. La economía mundial

Aspectos más destacados

La convulsión vivida en algunos de los centros financieros más importantes, que estuvo ocasionada por la creciente constatación de la vulnerabilidad de los principales bancos a las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, ha deteriorado la confianza de consumidores e inversionistas de todo el mundo. La desaceleración de la economía estadounidense y el endurecimiento de las condiciones de financiación provocaron un debilitamiento de la demanda en otras economías industriales avanzadas (véase el Gráfico II.1). Sin embargo, al mismo tiempo ha aumentado la inflación mundial, alentada por el rápido encarecimiento de la energía y los alimentos básicos.

Pese a esta convulsión, la opinión de consenso aún insiste en que la economía mundial evitará una desaceleración pronunciada y sincronizada como la de 2001, aunque moderará significativamente su tasa de crecimiento en 2008. El escenario de referencia prevé que la desaceleración en Estados Unidos venga acompañada de un menor crecimiento en la zona del euro y Japón; por su parte, los principales mercados emergentes también frenarán su crecimiento, sin que por ello deje de ser enérgico. Este escenario no sólo propiciaría una deseable relajación de las presiones inflacionistas, sino que además la previsible evolución de la demanda reduciría aún más el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.



No obstante, los eventos acontecidos en el núcleo del sistema financiero internacional han introducido una gran incertidumbre sobre las perspectivas económicas futuras. En concreto, todavía es difícil estimar la cuantía final de las pérdidas que deberán afrontar los principales bancos. Al mismo tiempo, la forma en que el sector financiero y sus reguladores respondan ante la situación tendrá repercusiones de gran alcance para la economía mundial. Así, una contracción generalizada del crédito disponible en las principales economías industriales avanzadas sigue siendo perfectamente factible, con consecuencias para la demanda que podrían ser más graves de lo previsto en la actualidad. Además, la desaceleración en Estados Unidos podría ser más intensa y prolongada, dado el elevado endeudamiento de los hogares. Por otra parte, tampoco está claro cómo se verían afectadas las economías emergentes; de hecho, la brusca caída de las cotizaciones bursátiles en esos mercados a comienzos de 2008 sugiere que ya se habría producido un cambio en el clima de opinión. Si, pese a las fuertes perturbaciones en los precios del petróleo y los alimentos, las expectativas de inflación permaneciesen firmemente ancladas, unas condiciones monetarias más laxas podrían contribuir a mejorar la situación. Aun así, surgen dudas sobre la eficacia de una política monetaria más expansiva si, al mismo tiempo, los bancos racionasen el crédito y los agentes económicos redujesen el gasto a fin de recomponer sus balances.

Evolución general

Cambio en la dinámica de crecimiento mundial...

... con una menor expansión de las principales economías industriales avanzadas...

La economía mundial atravesó el pasado año por dos etapas diferenciadas. En la primera mitad del año, las laxas condiciones de financiación, el constante crecimiento de los ingresos y la robusta confianza empresarial sostuvieron la demanda en las principales economías industriales avanzadas. En este periodo, la mayor parte de las economías disfrutaron de un crecimiento vigoroso. En Estados Unidos, la inversión en vivienda disminuyó, pero se mantuvieron otros componentes de la demanda, especialmente el consumo privado y la inversión empresarial. Esta dinámica cambió en la segunda mitad de 2007, ante el brusco deterioro de los mercados de la vivienda y de trabajo estadounidenses y el agravamiento de la crisis financiera.

Aunque el producto mundial aún creció a buen ritmo el año pasado (4,5%), en las economías del G-3 se desaceleró desde tasas próximas al 3% en 2006 hasta niveles inferiores al 2,5% en 2007. Esta desaceleración se extendió también a otras economías industriales avanzadas. Con ello, el crecimiento del volumen de importaciones en el conjunto de estas economías, que desde 2004 había oscilado entre el 6% y el 9%, se moderó hasta situarse apenas por encima del 3% en 2007. Con todo, los efectos de esta desaceleración sobre las economías de mercado emergentes han sido por ahora limitados. La fortaleza de la demanda interna en países como Brasil, China y la India, entre otros, elevó el crecimiento del producto agregado de las economías de mercado emergentes en 2007 por encima del 7,5% (véase el Capítulo III).

Contribución a la demanda, el consumo y la inversión mundiales¹

En porcentaje y puntos porcentuales

	1995	2000	2005	2006	2007
PIB real					
Mundial ²	3,8	4,8	4,2	4,7	4,5
Estados Unidos	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5
Zona del euro	0,6	0,8	0,3	0,5	0,5
Otras industriales avanzadas ³	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
Economías emergentes ⁴	2,2	2,5	2,7	3,0	3,0
Consumo real ⁵					
Mundial ²	3,5	4,7	4,3	4,5	4,7
Estados Unidos	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7
Zona del euro	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Otras industriales avanzadas ³	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Economías emergentes ⁴	1,9	2,5	2,8	2,9	3,2
Inversión real ⁶					
Mundial ²	4,6	6,4	7,7	7,1	5,7
Estados Unidos	1,4	1,5	1,5	0,6	-0,5
Zona del euro	0,5	1,0	0,6	1,0	0,8
Otras industriales avanzadas ³	0,3	0,4	0,8	0,8	0,5
Economías emergentes ⁴	2,4	3,5	4,8	4,7	4,9

¹ Variación durante un año. ² Crecimiento en las economías enumeradas, en porcentaje; ponderado por el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005. ³ Australia, Canadá, Dinamarca, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza y Reino Unido. ⁴ Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Taiwan (China), Tailandia, Turquía y Venezuela. ⁵ Gasto final en consumo personal. ⁶ Formación bruta de capital fijo.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Cuadro II.1

Este patrón de crecimiento trajo consigo cambios significativos en la economía mundial. En primer lugar, la contribución de las economías emergentes al crecimiento mundial aumentó en 2007, prolongando la tendencia observada en los últimos años (véase el Cuadro II.1). En segundo lugar, la caída de la inversión en vivienda en las economías industriales avanzadas produjo una desaceleración de la demanda de inversión mundial, pese al aumento del gasto en formación de capital en las emergentes. En cambio, el consumo mundial mantuvo su ritmo de crecimiento, cimentado en la solidez del gasto de los hogares tanto en las economías emergentes como en las industriales avanzadas. En tercer lugar, estos cambios de los patrones de crecimiento y demanda contribuyeron a una deseable reducción de los desequilibrios internacionales por cuenta corriente. Así, el déficit comercial estadounidense pasó de 811.000 millones de dólares en 2006 a 692.000 millones en el cuarto trimestre de 2007 en términos anualizados, o lo que es lo mismo del 6,2% al 4,9% del PIB. Las principales contrapartidas de este ajuste fueron un aumento de los déficits en Australia, el Reino Unido y Europa central y oriental, así como los superávits algo más reducidos de Rusia y América Latina. En cambio, el superávit agregado de las economías asiáticas se incrementó notablemente, alcanzando en China la cifra récord de 372.000 millones de dólares en 2007.

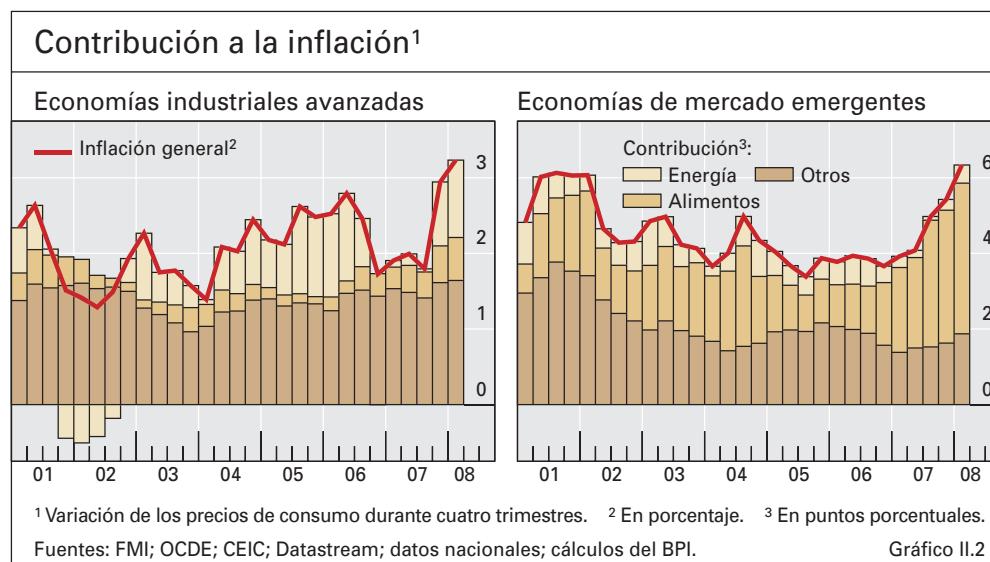
... pero una actividad relativamente intensa de las economías emergentes

La actual desaceleración se ha acentuado en 2008...

... acompañada de una creciente inflación

Diversas perturbaciones adversas han seguido debilitando la economía mundial en 2008. Primero, se ha intensificado la desaceleración del sector inmobiliario residencial en Estados Unidos, con fuertes caídas de los precios de la vivienda. A principios de año, la economía estadounidense parecía encaminarse hacia tasas de crecimiento muy bajas. Segundo, la convulsión en los mercados hipotecarios y otros segmentos relacionados ha inducido un aumento intenso y generalizado de la aversión al riesgo. Pese a las medidas concertadas de los bancos centrales para estabilizar los mercados interbancarios, los diferenciales de rendimiento de la deuda y de tasas de interés se han ampliado desde julio de 2007. Además, el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito por los bancos de numerosas economías industriales avanzadas ha generalizado el temor a una contracción del crédito. Tercero, se ha registrado un fuerte encarecimiento adicional de las materias primas. Desde comienzos de año y hasta abril de 2008, el índice agregado de precios de los principales productos alimenticios creció un 30%, mientras el petróleo (Brent) subió más del 60%. Este reciente repunte del precio de las materias primas ha dado continuidad a las subidas de los últimos años (véase el Capítulo III).

Básicamente a raíz del encarecimiento de los alimentos y de la energía, la inflación general se ha elevado con fuerza tanto en las economías emergentes como en las industriales avanzadas (véase el Gráfico II.2). En numerosos países se ha observado incluso un alza en los indicadores de inflación que excluyen los alimentos y la energía de la cesta de consumo. Además, la inflación prevista a largo plazo, derivada de los precios de los bonos, ha aumentado en Estados Unidos y en menor medida en la zona del euro desde el segundo semestre de 2007. Las expectativas de inflación procedentes de encuestas a consumidores también han crecido en diversos países. Esta tendencia podría obedecer en parte a que el notable encarecimiento de los artículos de frecuente adquisición, como alimentos y gasolina, ha elevado la percepción de la inflación pasada y, a su vez, las expectativas de inflación.



Evolución de la demanda mundial

Desaceleración cíclica en las principales economías industriales avanzadas

El continuo deterioro del mercado de la vivienda (véase el Gráfico II.3) ha lastrado considerablemente el crecimiento estadounidense desde el segundo semestre de 2006. A diferencia de crisis anteriores en el sector inmobiliario residencial de Estados Unidos, este último periodo de auge del sector de la construcción se caracterizó por un exceso de oferta muy superior al del pasado, siendo el incremento en vivienda nueva mucho mayor que la tasa de crecimiento de la población. Así, más de un 2,5% del parque de viviendas ocupado por sus propietarios ha permanecido vacío y en venta desde finales de 2006, lo que duplica el promedio de las últimas cinco décadas. En la antesala de las recesiones a comienzos de los años 80 y los 90, por ejemplo, la tasa de desocupación permaneció muy por debajo del 2%. Aunque la cifra de viviendas iniciadas ha caído alrededor de un 60% desde 2006 y se sitúa en los niveles del mínimo cíclico de comienzos de los años 90, es probable que este exceso de oferta lastre por algún tiempo tanto la actividad constructora como los precios de la vivienda.

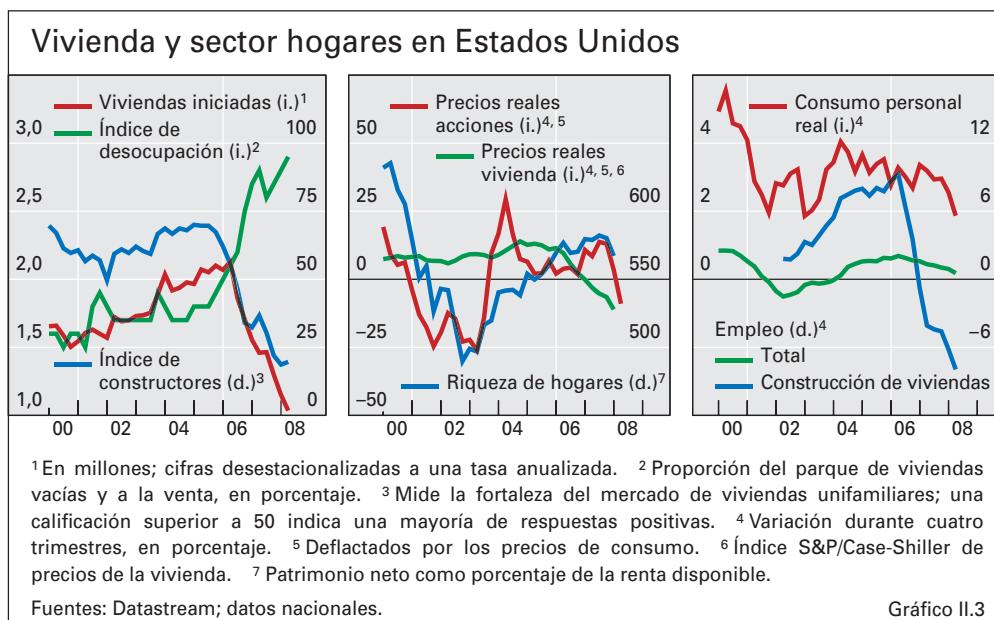
Un aspecto particularmente destacable del reciente ciclo ha sido la mayor influencia de factores especulativos en la construcción de viviendas unifamiliares. Muchas de las nuevas casas parecen haberse adquirido con fines de alquiler o reventa, a ritmos superiores al de la demanda demográfica estructural. En consecuencia, la inversión en este tipo de vivienda ascendió en 2006 hasta una cota récord del 3,5% del PIB, desde el 2,5% de comienzos de esta década.

A principios de 2007, la desaceleración del mercado de la vivienda estadounidense comenzó a afectar a otros sectores de la economía. La inversión residencial restó directamente 1 punto porcentual al crecimiento del PIB de ese año, mientras las caídas de los precios de la vivienda y de

La desaceleración en EEUU se caracteriza por un gran exceso de oferta de viviendas...

... y la construcción con fines especulativos

La desaceleración del mercado de la vivienda en EEUU se transmite al consumo...



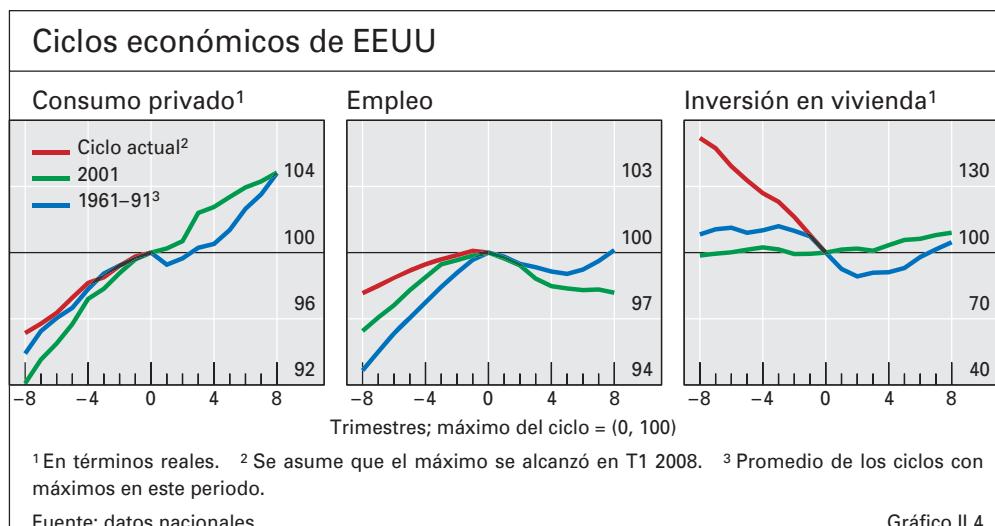
las acciones erosionaron la riqueza de los hogares (véase el Gráfico II.3). Todo ello, unido al descenso generalizado del empleo y al encarecimiento de la energía, debilitó el gasto de consumo, cuya aportación al crecimiento se redujo desde 2 puntos porcentuales en 2007 hasta 0,7 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2008. El gasto en bienes duraderos, el más sensible a cambios en la riqueza y en las condiciones crediticias, se contrajo bruscamente, situándose en el primer trimestre de 2008 en el 6% en términos anualizados.

... con riesgo de un brusco ajuste adicional

También crecen los riesgos de deterioro de la inversión...

La presente fase de desaceleración de la economía estadounidense presenta similitudes y diferencias respecto a las de ciclos anteriores. Siguiendo su patrón de comportamiento típico previo a una recesión, el consumo privado creció de forma sostenida antes del reciente máximo cíclico, pese a que el crecimiento del empleo fue inferior al promedio (véase el Gráfico II.4). Dado que en la actualidad la tasa de ahorro familiar es anormalmente baja y los niveles de deuda son extraordinariamente altos, cabría esperar una tasa de consumo mucho menor que la de ciclos anteriores. La inversión residencial ya ha caído con más fuerza de lo que lo hizo antes de las desaceleraciones previas y, como se señaló anteriormente, aún podría descender más.

Un factor determinante al respecto será la evolución de la construcción no residencial en Estados Unidos. Tras un rápido crecimiento en trimestres previos, la inversión en inmuebles no residenciales cayó con fuerza en los tres primeros meses de 2008. Como se explica más adelante, el riesgo de un nuevo debilitamiento de la actividad continúa siendo elevado en un contexto de endurecimiento de las condiciones crediticias y de los efectos negativos procedentes del sector residencial. Durante la recesión registrada a comienzos de los 90, la participación de la construcción (residencial y no residencial) en el PIB se redujo desde su máximo del 11% en 1985 hasta superar apenas el 8% en 1992. A lo largo del presente ciclo, la participación de la construcción alcanzó un máximo similar en 2006, pero su retroceso hasta ahora ha sido de poco más de 1,5 puntos porcentuales.



Por lo que respecta a otros componentes de la demanda, el gasto empresarial en bienes de equipo se ha contraído, si bien persisten dudas sobre el alcance final de su corrección. Es probable que se registren fuertes recortes en la inversión de los sectores manufactureros más dependientes de la construcción, que podrían agravarse ante un nuevo debilitamiento del consumo que moderase la demanda y las expectativas de beneficios. Con todo, a diferencia de la desaceleración de 2001, la ausencia de excesos de inversión previos debería garantizar en esta ocasión un ajuste a la baja más suave del gasto en bienes de equipo. Además, un aspecto positivo de la economía estadounidense ha sido la fortaleza de sus exportaciones netas, cuya aportación al crecimiento del PIB se tornó positiva en 2007 (0,5 puntos porcentuales). Esta circunstancia podría tener trascendencia de cara a un aumento de la inversión en el sector de bienes comerciables, que se deterioró durante el periodo de apreciación del dólar.

... aunque la solidez de las exportaciones podría limitar los daños

En cuanto a otras grandes economías industriales avanzadas, el Reino Unido compartió algunos rasgos con Estados Unidos. La economía británica parecía haberse desacelerado hacia finales de 2007, al moderarse el consumo por el endurecimiento de las condiciones crediticias y la erosión de la confianza. El espectro de la desaceleración también planeó sobre el sector de la construcción ante la caída de los precios inmobiliarios. En Canadá, aunque la demanda agregada continuó hasta el pasado año por encima de la capacidad productiva sostenible del país, la economía empezó a perder fuelle al deslucirse las exportaciones. Además, el endurecimiento de las condiciones crediticias empezó a afectar a la demanda.

Síntomas de desaceleración también en otras economías

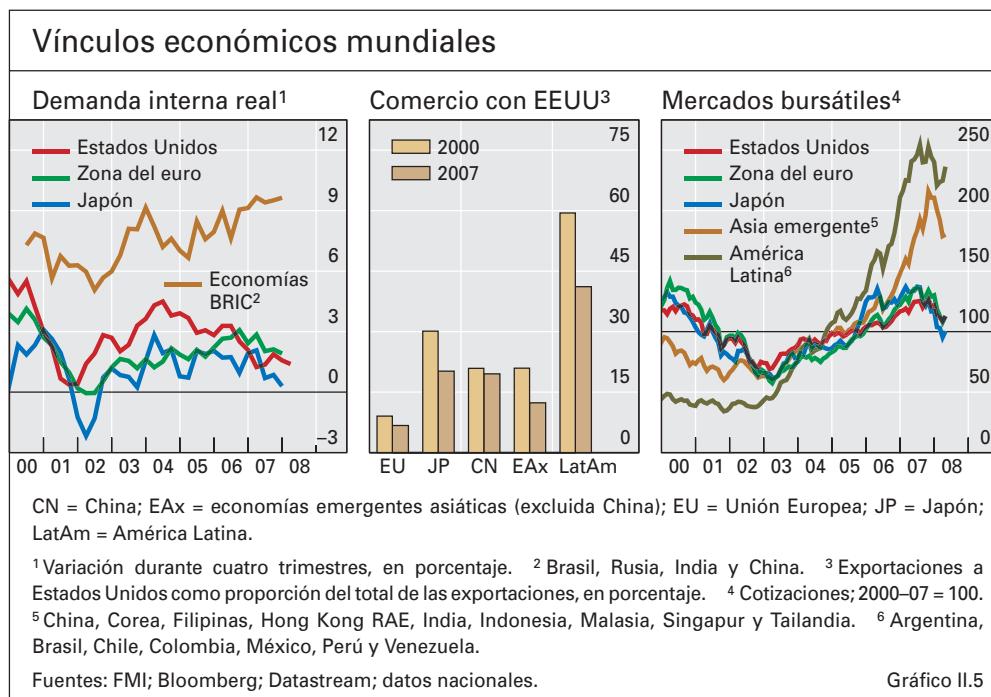
La evolución de la coyuntura económica en la zona del euro y Japón ha exhibido contrastes. A pesar de haberse desacelerado en cierta medida, el crecimiento en la zona del euro sostuvo su dinamismo hasta el primer trimestre de 2008, habiendo mostrado en particular la inversión un sólido avance en 2007. Los índices Ifo de confianza empresarial, pese a su deterioro en abril de 2008, permanecieron por encima del promedio de los cinco últimos años. Sin embargo, el consumo privado se desaceleró considerablemente hacia finales de 2007 ante la erosión de la confianza, a lo que hay que sumar la ralentización de las exportaciones en los últimos meses. Por su parte, la economía japonesa también siguió creciendo hasta el primer trimestre de 2008, merced básicamente a la fortaleza de su sector exportador. El consumo se mantuvo relativamente robusto, con un aumento del empleo hasta comienzos de 2008. Sin embargo, la rápida contracción de la inversión en vivienda a partir del segundo semestre de 2007, a raíz de cambios en las normas de edificación, redujo la intensidad de la demanda interna. Además, los indicadores de confianza empresarial se han deteriorado en los últimos meses y las expectativas de beneficios han caído.

El crecimiento se ha visto por ahora algo menos afectado en la zona del euro y Japón...

Conexiones internacionales y perspectivas económicas

Aunque en ciclos anteriores la desaceleración de la economía estadounidense a menudo fue acompañada de un menor crecimiento en el resto del mundo, existen motivos para pensar que dichos efectos podrían amortiguarse en el presente ciclo. De hecho, la evolución económica de los últimos años ha

... introduciendo ciertas divergencias en los ciclos de demanda...



mostrado rasgos que parecen corroborar esta opinión. Así, mientras que en Estados Unidos la tasa anual de crecimiento de la demanda interna cayó desde el 4,1% en 2004 al 1,5% en 2007, en Japón lo hizo del 2% al 1%, e incluso registró un ligero fortalecimiento en la zona del euro, desde el 1,7% al 2,2%. Asimismo, y contrastando aún más con la citada evolución en Estados Unidos, la demanda interna continuó creciendo con rapidez durante todo el periodo en las principales economías emergentes (especialmente en Brasil, China, la India y Rusia) (véase el Gráfico II.5).

... por diversos motivos

Estas divergencias en los patrones de demanda han llevado a pensar a algunos observadores que el resto del mundo podría contrarrestar parte de las perturbaciones negativas de la demanda originadas en Estados Unidos. Un argumento favorable a esta hipótesis es que los desequilibrios en el resto del mundo seguramente revisten menos gravedad que en Estados Unidos, a diferencia de la desaceleración de comienzos de 2001, que estuvo provocada por la brusca corrección de un auge de la inversión mundial en el sector de las tecnologías informáticas. El hecho de que la cuota de exportaciones hacia Estados Unidos haya disminuido significativamente en un buen número de economías también se ha aducido para explicar por qué una desaceleración en aquel país podría tener efectos limitados sobre la economía mundial.

La demanda en la zona del euro podría reaccionar mejor esta vez...

Al margen de Estados Unidos, las perspectivas de demanda interna en otras importantes economías se estiman en conjunto favorables, aunque con marcadas diferencias. En la zona del euro, la demanda interna se ha cimentado en una recuperación generalizada de la inversión empresarial. Además, el reciente descenso de la tasa de desempleo de la zona del euro podría contribuir a estimular el consumo. En el primer trimestre de 2008, el desempleo se situó en el 7,1%, su nivel más bajo desde comienzos de la década de los 80. Esta tendencia se aprecia especialmente en Alemania, donde

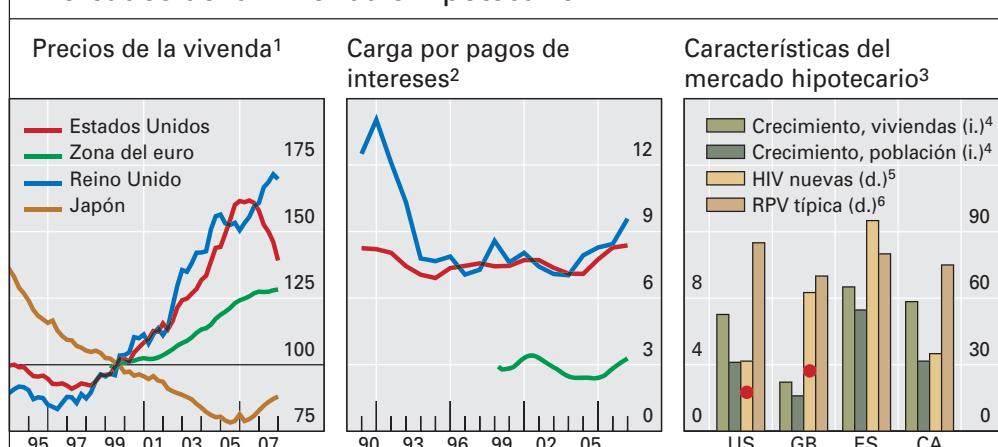
las reformas estructurales han propiciado un aumento de la flexibilidad del factor trabajo y de la tasa de participación en el mercado laboral. Los salarios reales también han comenzado a subir en ese país, si bien aún permanecen en niveles bajos y avanzan a un ritmo inferior a la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo.

Los ciclos de demanda interna ya han mostrado evoluciones dispares dentro de la zona del euro, en parte como reflejo de las diferentes dinámicas del mercado de la vivienda. En el conjunto de la zona del euro, los precios nominales de los inmuebles residenciales han subido durante la última década de forma más gradual que en Estados Unidos y el Reino Unido, por ejemplo (véase el Gráfico II.6). Esta evolución ha reflejado en cierta medida la tendencia observada en Alemania, donde los precios de la vivienda se mantuvieron estables o bien descendieron ligeramente en el periodo comprendido entre 2000 y 2007. Sin embargo, en España, Francia e Irlanda estos precios se dispararon a comienzos de la década, para iniciar después una desaceleración en el periodo 2004–06. El parque de viviendas creció también por encima del aumento de la población en algunos países, sobre todo en España, aunque sin llegar al diferencial observado en Norteamérica. Durante la expansión, el valor añadido de la construcción alcanzó porcentajes del 11% y del 9% del PIB en España e Irlanda, respectivamente, magnitudes muy superiores al promedio de la zona del euro, situado en el 6%. El mayor valor de la vivienda también parece haber estimulado el consumo, especialmente en España y Francia. Con el cambio de ciclo en los precios de la vivienda y el endurecimiento de las condiciones crediticias, es probable que el debilitamiento de la demanda sea más acusado en estos países que en el resto de la zona del euro.

En Japón, la demanda interna se ha cimentado en unas condiciones de financiación muy laxas, creando un enorme diferencial entre la tasa de

... aunque las disparidades dentro de la zona son amplias

Mercados de la vivienda e hipotecario



CA = Canadá; ES = España; GB = Reino Unido; US = Estados Unidos.

¹ En relación a la renta disponible per cápita de los hogares; 1999 = 100; para Japón, precios del suelo en seis grandes áreas urbanas. ² Pagos de intereses como porcentaje de la renta disponible de los hogares (según definiciones nacionales). ³ En porcentaje. ⁴ 2004–07. ⁵ Hipotecas a interés variable nuevas en 2005, como porcentaje de todas las hipotecas nuevas; el punto se refiere a 2007. ⁶ Relación préstamo-valor de préstamos nuevos.

Fuentes: Datastream; diversas asociaciones inmobiliarias; datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico II.6

Mientras que las perspectivas de demanda interna se muestran más débiles en Japón...

rentabilidad de la inversión de las grandes empresas manufactureras y sus costes de financiación. En cambio, las empresas más pequeñas, cuyos márgenes de beneficio y poder de fijación de precios suelen ser menores, han resultado más vulnerables a las presiones por el lado de los costes. Además, el consumo ha evolucionado hasta ahora impulsado por el empleo. Pese a que los salarios nominales aumentaron a comienzos de 2008 tras varios trimestres de crecimiento negativo, en términos reales han permanecido endebles. Por otra parte, diversos factores estructurales podrían continuar limitando el futuro crecimiento salarial, como la jubilación de las cohortes de trabajadores más numerosas y su sustitución por empleados peor remunerados, o el llamativo aumento de la proporción de asalariados a tiempo parcial desde comienzos de la presente década. Así pues, el consumo sigue siendo vulnerable a una contracción de la renta de los hogares derivada de la atonía de los salarios reales, sobre todo en un contexto de encarecimiento de la energía.

... han mejorado en las economías emergentes

Según se discute en el Capítulo III, la demanda interna en los países emergentes parece haber mostrado mayor solidez que en ciclos precedentes, debido a la mejora de sus fundamentos macroeconómicos y a sus balances más saneados. El continuo aumento del capital afluente hacia muchas de estas economías ha mejorado también las perspectivas de inversión. Sin embargo, el encarecimiento de los alimentos y el petróleo ha debilitado en los últimos meses la confianza de los consumidores, especialmente en los países asiáticos importadores de materias primas.

Con todo, EEUU continúa siendo un importante socio comercial

Existen también motivos para pensar que la economía mundial aún no ha encajado plenamente el impacto de la desaceleración en Estados Unidos. Este país sigue siendo un importante socio comercial de economías como Canadá, China, Japón y México. Las importaciones del sector estadounidense de alta tecnología han mantenido su vigor, limitando los efectos adversos sobre el comercio intrarregional asiático, aunque la situación podría cambiar en caso de agudizarse la desaceleración en Estados Unidos. Una reducción prolongada del ritmo de crecimiento en ese país podría socavar la confianza de consumidores y empresarios en todo el mundo, un riesgo que la brusca caída de los mercados bursátiles internacionales en enero de 2008 se encargó de subrayar. Además, la inversión y el empleo de numerosas empresas de China y Japón dependen de sus exportaciones a Estados Unidos, lo que implica que el gasto de capital en esos países podría no ser tan autónomo como suele suponerse. De igual modo, las exportaciones continúan siendo la principal fuente de demanda en Alemania, lo que hace a la zona del euro vulnerable ante una posible desaceleración de otras economías, incluida la estadounidense, no sólo a través de los efectos directos sobre la economía alemana, sino también de los indirectos sobre el comercio y la inversión intrarregionales.

Otras perturbaciones simétricas también podrían debilitar la demanda mundial

También es probable que la demanda mundial se vea frenada por otras perturbaciones concomitantes a la desaceleración estadounidense. En primer lugar, los efectos de la perturbación negativa sobre la demanda podrían agravarse por una contracción generalizada de la oferta de crédito en las economías industriales avanzadas, cuestión ésta que se examina más

adelante. En segundo lugar, el notable encarecimiento de las materias primas, sobre todo del crudo, ha deteriorado considerablemente los términos de intercambio en los países importadores de petróleo. Un análisis de la Agencia Internacional de la Energía posterior a la subida de precios a comienzos de la década actual planteaba que un encarecimiento medio de 10 dólares por barril del petróleo importado por los países de la OCDE podría reducir el crecimiento en 0,4 puntos porcentuales y elevar la inflación en 0,5 puntos porcentuales al cabo de un año. De hecho, el coste medio de importación de petróleo de los principales países de la OCDE experimentó una subida de 35 dólares por barril en los doce meses anteriores a enero de 2008.

El impacto real sobre el crecimiento ha sido por ahora limitado, en parte por la reticencia o la incapacidad de las empresas para trasladar plenamente a los consumidores el encarecimiento del petróleo. Además, la mayor riqueza procedente de la revalorización de la vivienda y de las acciones, así como la amplia oferta de crédito bancario hasta mediados de 2007, alentaron el consumo. Sin embargo, un deterioro sustancial de las perspectivas de empleo y riqueza podría reforzar los efectos del encarecimiento del petróleo y de los alimentos sobre el gasto de los hogares, especialmente en países en los que el consumo se ha apoyado de forma significativa en la acumulación de deuda.

Políticas y otros factores que influyen en la demanda futura

Siempre que las presiones inflacionistas se mantengan contenidas, podría resultar útil aplicar políticas que compensen la debilidad de la demanda mundial. Las masivas operaciones de provisión de liquidez realizadas por los principales bancos centrales pueden haber limitado el impacto potencial de la reciente convulsión financiera sobre los costes de financiación de los bancos. Además, desde agosto del pasado año, la política monetaria se ha vuelto más expansiva en diversas economías industriales avanzadas. Con todo, sus efectos sobre la demanda dependen crucialmente de varios factores. Uno de ellos es la valoración de los riesgos crediticios. Por ejemplo, en Estados Unidos, donde el sesgo expansivo de la política monetaria ha estado más marcado, las tasas de interés de los préstamos de bajo riesgo a los hogares han caído, aunque las aplicadas a productos de más riesgo como las hipotecas de importe elevado (*jumbo*) y los bonos sin grado de inversión han subido al aumentar las primas de riesgo. Un segundo factor radica en la posibilidad de que los bancos recorten la oferta de crédito mediante mecanismos ajenos a los precios, atenuando así el impacto de las menores tasas de interés oficiales. Un tercer factor sería el excesivo endeudamiento de los hogares, que podría inducirles al ahorro en lugar de al gasto (según se analiza más adelante). Al margen del impacto de las menores tasas oficiales sobre la demanda agregada, un riesgo fundamental es que el reciente aumento de la inflación y de las expectativas de inflación pudiera limitar la futura flexibilidad de la política monetaria.

Una política fiscal más expansiva también podría estimular la demanda en algunos países. En caso de desaceleración, los estabilizadores automáticos ayudarán a sostener la demanda, en especial en la zona del euro (véase el

Una rápida reacción de los bancos centrales y la rebaja de las tasas de interés oficiales podrían estimular la demanda...

... al igual que una política fiscal expansiva

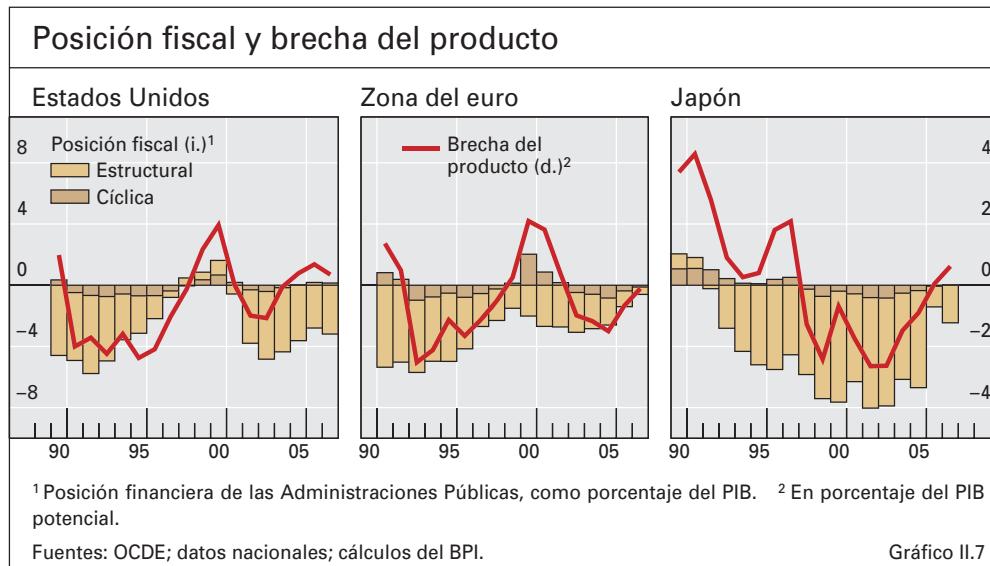


Gráfico II.7). Además, el déficit presupuestario estructural ha ido disminuyendo en la zona del euro en los últimos años, conforme a las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Este mayor margen de maniobra ha permitido que los planes presupuestarios para 2008 prevean un ligero incremento del déficit estructural hasta el 0,9% del PIB. En Japón, se prevé que el déficit estructural disminuya en 2008. En Estados Unidos, la orientación general de los presupuestos ha seguido fomentando la demanda a corto plazo. Para este año se prevé un impulso temporal de la demanda derivado del reciente paquete de estímulo fiscal, consistente en devoluciones impositivas a particulares y empresas por un importe aproximado del 1% del PIB de 2007.

Una cuestión importante es si se dispone de margen de maniobra para estimular aún más la demanda con medidas fiscales discretionales. En Estados Unidos, el cociente de deuda sobre PIB ronda ya el 60% y sería mucho más elevado si incluyera los pasivos implícitos derivados de los gastos a largo plazo en asistencia sanitaria y pensiones. En la zona del euro, los reducidos déficits o los continuos superávits de Alemania, Austria y España, así como el descenso previsto de los cocientes de deuda, podrían implicar un mayor margen para que las autoridades utilicen políticas fiscales a fin de estimular la demanda. No obstante, en Grecia e Italia los cocientes de deuda pública rondaban el 100% del PIB a finales de 2007, con visos de permanecer en cotas elevadas. En casi todos los países de la zona del euro, los pasivos implícitos derivados de los futuros gastos en sanidad y pensiones continúan siendo abultados en un contexto de rápido envejecimiento de la población. En Japón, por su parte, la deuda pública bruta supera ya el 180% del PIB y los pasivos implícitos del sector público también son elevados. Aunque el tipo impositivo agregado es reducido y podría incrementarse a la larga, el descenso de la población que ya se viene produciendo complica aún más la situación.

Otra cuestión es la eficacia de la política fiscal. Los multiplicadores fiscales parecen haber disminuido en los países industriales avanzados en el curso de las últimas décadas, siendo así que la mayor apertura de sus economías y la liberalización financiera han reducido el número de personas

Sin embargo,
el margen de
maniobra para un
estímulo fiscal
difiere por países...

... y existe
incertidumbre
sobre su eficacia

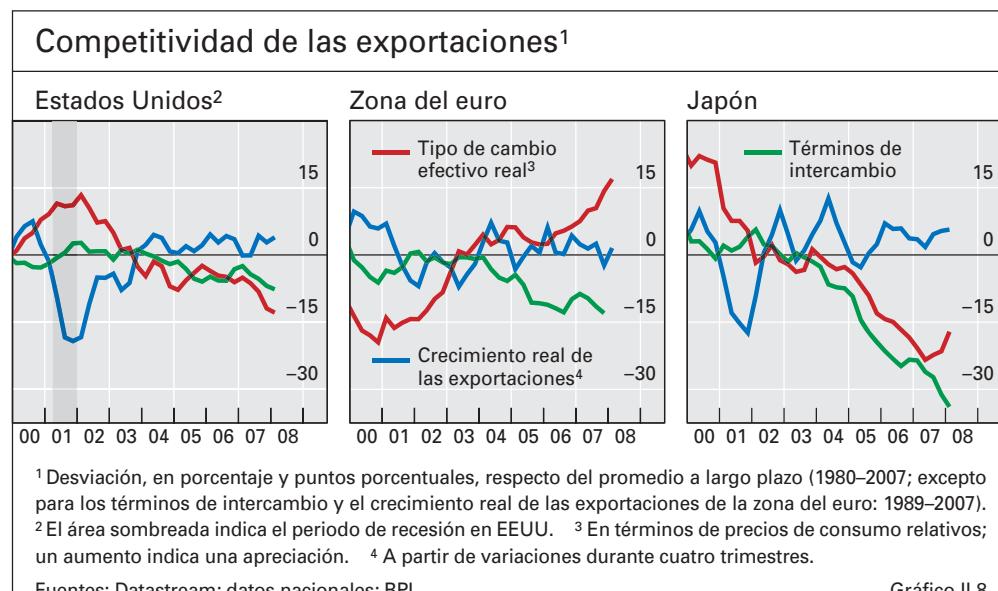
con problemas de liquidez. Pese a ello, la aplicación de programas de estímulo bien dirigidos aún podría ser útil, especialmente si relajaran las restricciones de gasto de los hogares que ya no tienen acceso al crédito. Un estímulo de carácter temporal también podría limitar los déficits futuros, y con ello el impacto de cualquier aumento esperado de las cargas tributarias futuras. En el caso de Estados Unidos, estimaciones recientes sugieren que la propensión marginal a consumir a cuenta de incentivos fiscales temporales podría ser sustancial (en torno a 0,4) y la materialización del impacto, rápida. Sin embargo, es probable que la paulatina desaparición de los efectos de dichos incentivos menoscabe el crecimiento más adelante.

Un factor con implicaciones para la distribución de la demanda mundial ha sido la variabilidad de los tipos de cambio. En abril de 2008, el valor efectivo real del dólar estadounidense era un 25% inferior al de su máximo de febrero de 2002, siendo su depreciación sustancial incluso en comparación con el promedio de largo plazo del periodo 1980–2007 (véase el Gráfico II.8). Un dólar más débil continuará respaldando el crecimiento estadounidense, al fomentar las exportaciones y la demanda de bienes producidos por los sectores internos que compiten con las importaciones. Además, también eleva el valor en dólares de los ingresos procedentes de activos estadounidenses en el extranjero, reforzando el impacto positivo sobre la balanza comercial. Sin embargo, si la depreciación del dólar fuera acusada podría crear mayores expectativas de inflación y dificultar el control de la misma.

En cambio, el valor efectivo del euro ha aumentado considerablemente en los dos últimos años. Esta apreciación amortigua el efecto de la subida del precio del petróleo en dólares, pero también modera la demanda de bienes comerciables producidos en la zona del euro. Aun así, sus exportaciones han seguido creciendo en torno a su tasa secular, gracias a la fuerte demanda de los mercados emergentes. El mayor crecimiento de la productividad en el sector manufacturero alemán ha compensado parte

La depreciación del dólar podría impulsar el crecimiento en EEUU...

... pero crea fuertes presiones sobre la competitividad de la zona del euro



de los efectos negativos de la apreciación del euro sobre la competitividad, que sin embargo se ha deteriorado en otros países de la zona, como España e Italia. Por su parte, el valor efectivo real del yen se ha reducido notablemente en los últimos años, contribuyendo a incentivar las exportaciones japonesas.

Evolución de la inflación en las economías industriales avanzadas

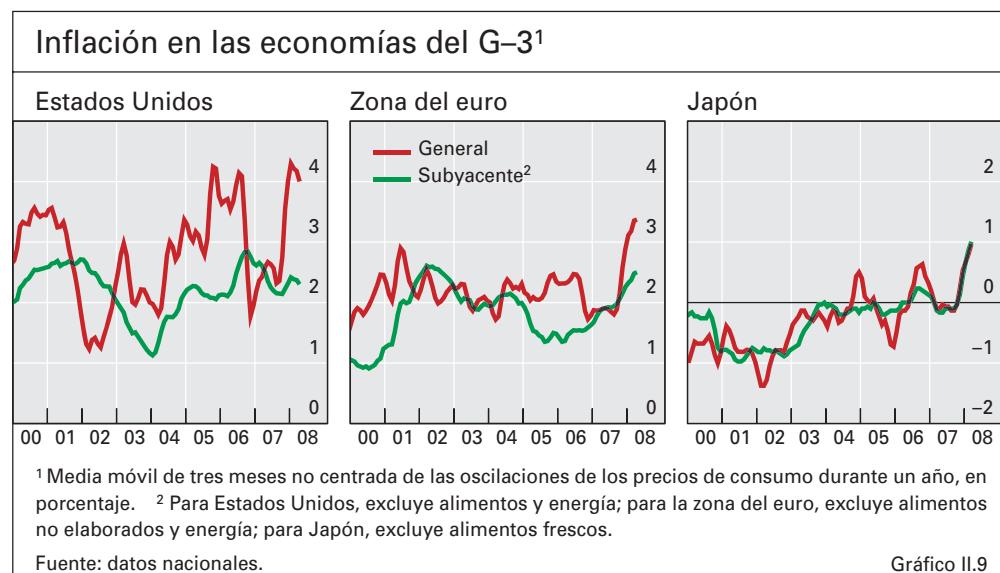
Crecientes riesgos de inflación

El aumento de la inflación, liderado por las materias primas,...

... plantea incógnitas sobre la persistencia de la inflación...

El brusco encarecimiento de las materias primas desde comienzos de 2007 ha elevado considerablemente la inflación general en las economías industriales avanzadas. En abril de 2008, la tasa de inflación interanual medida por el IPC rondaba el 4% en Estados Unidos y superaba el 3% en la zona del euro, mientras en Japón consiguió situarse en marzo por encima del 1% (véase el Gráfico II.9). En Estados Unidos, el coste de la energía en el mercado interno se incrementó más del 15% en el periodo de 12 meses hasta abril de 2008, al tiempo que la inflación de precios de alimentos y bebidas lo hizo un 5%, rozando su máximo de las dos últimas décadas. En la zona del euro, el encarecimiento de la energía superó el 10,5% y el de los alimentos el 6%. El mayor coste de la energía representó casi un tercio de la inflación general en Estados Unidos y en la zona del euro. Además, la inflación subyacente (calculada conforme a diferentes definiciones nacionales), que había permanecido relativamente contenida hasta 2006, repuntó en la zona del euro y en Japón. En Estados Unidos, la inflación subyacente medida por el IPC se mantuvo relativamente estable hasta abril de 2008.

Un interrogante básico es si persistirán los altos precios de los alimentos y del petróleo. Si el aumento de la demanda de las principales materias primas siguiera superando al de la oferta en el largo plazo, seguiría siendo muy factible un encarecimiento sostenido de los alimentos y de la energía. En muchas economías industriales avanzadas es probable que la carestía de los



Evolución de las previsiones de inflación ¹						
	Periodo de previsión: Ene 2001–Abr 2003		Periodo de previsión: May 2003–Sep 2005		Periodo de previsión: Oct 2005–Mar 2008	
	General	Sub-yacente ²	General	Sub-yacente ²	General	Sub-yacente ²
IPC EEUU	0,88	0,86	0,67	0,79	1,05	1,14
Deflactor GCP, EEUU	0,51	0,48	0,79	0,90	0,87	0,98
IAPC, zona del euro	0,52	0,87	0,32	0,34	0,64	0,84
IPC, Japón	0,93	0,70	0,40	0,28	0,54	0,50

¹ Raíz del error cuadrático medio (RMSE) de las previsiones de inflación extramuestrales a doce meses obtenidas a partir de una regresión de la inflación general anual sobre la inflación general o bien sobre la subyacente (periodo de estimación: enero 1991–diciembre 2000). Las áreas sombreadas indican una RMSE menor dentro de cada periodo de previsión. ² Para Estados Unidos, excluye alimentos y energía; para la zona del euro, excluye alimentos no elaborados y energía; para Japón, excluye alimentos frescos.

Fuentes: datos nacionales; estimaciones del BPI.

Cuadro II.2

alimentos incluidos en la cesta de consumo se mantenga por algún tiempo conforme las subidas de los precios industriales se transmitan a los precios minoristas y las presiones de los costes compriman los márgenes de beneficio de las empresas más allá de niveles sostenibles.

En el pasado, el índice de inflación general solía seguir al subyacente, debido sobre todo a que la volatilidad de los precios de los alimentos y del petróleo reflejaba breves perturbaciones por el lado de la oferta. Este hecho animó a los bancos centrales a centrarse en la inflación subyacente como medida de las presiones estructurales sobre los precios, pero esta relación se ha debilitado por la prolongada subida de los precios de las materias primas en los últimos años (véase el Cuadro II.2). Por ejemplo, en la zona del euro, la inflación general ha sido en los tres últimos años un indicador mucho más fiable de la inflación a un año vista que la inflación subyacente. En Estados Unidos, la inflación general también ha permitido predecir la inflación un poco mejor que su componente subyacente desde mediados de 2003, momento en que los precios de la energía iniciaron su tendencia alcista. La experiencia de Japón ha sido un tanto distinta, ya que el indicador de inflación subyacente conforme a la definición nacional continúa prediciendo mejor la inflación general futura, aunque esto podría obedecer básicamente a que aquel incluye los precios del petróleo.

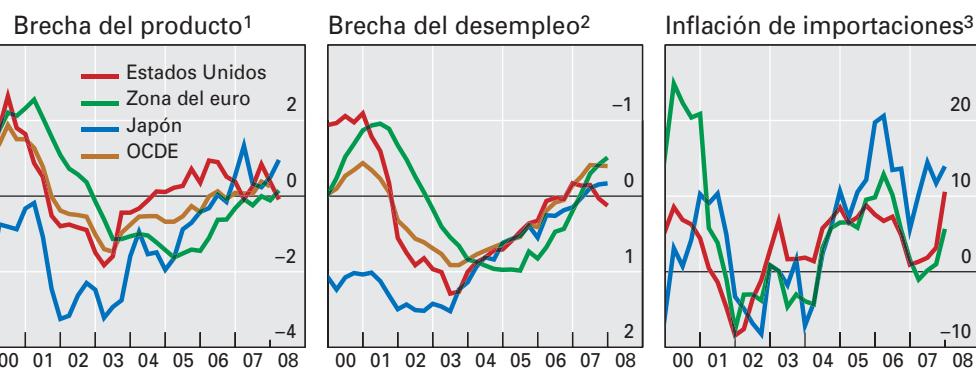
... y desafíos a las autoridades monetarias al evaluar las presiones inflacionistas

Determinantes de la inflación subyacente

En vista de los factores que subyacen a la actual coyuntura, cabe preguntarse qué es más probable: que la inflación subyacente converja hacia la inflación general o al contrario. En numerosas economías avanzadas, la producción parece haberse mantenido en torno a su potencial, e incluso podría situarse por debajo del mismo en el futuro (véase el Gráfico II.10). En Estados Unidos, los indicadores de la brecha del desempleo sugieren una creciente holgura de la economía. En otros países de economías industriales

Previsión de mayor holgura económica en las principales economías industriales avanzadas...

Holgura económica y precios de las importaciones



¹ En porcentaje del producto potencial trimestral. ² La tasa de desempleo menos la tasa de desempleo que no acelera la inflación (NAIRU), en puntos porcentuales; escala invertida. ³ Variación en los precios de las importaciones durante cuatro trimestres, en porcentaje.

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

Gráfico II.10

avanzadas, si bien las tasas de desempleo aún son bajas, una mayor debilidad de la demanda podría reducir el empleo en el futuro. Así pues, las presiones de la demanda sobre la inflación subyacente deberían seguir siendo moderadas en conjunto.

Del mismo modo, la reciente trayectoria de los costes laborales unitarios en las economías del G-3 ha sido favorable. En Estados Unidos, la tasa de crecimiento interanual de éstos retrocedió hasta el 0,2% en el primer trimestre de 2008, quebrando la tendencia alcista que la había situado por encima del 4% en el primer semestre de 2007. En la zona del euro, aunque dichos costes han aumentado en los últimos años a ritmos moderados y estables próximos al 1,5%, en el cuarto trimestre de 2007 crecieron en torno al 2%. En Japón en cambio han disminuido en los últimos años, en parte por la caída o el lento aumento de los salarios nominales.

La futura evolución de los costes laborales unitarios dependerá de forma significativa del comportamiento de los salarios. Desde la década de los 80, su participación en el valor añadido bruto total se ha reducido en diversas economías industriales avanzadas, con el correspondiente aumento de la participación de los beneficios. Sin embargo, recientemente han aumentado las demandas salariales, sobre todo en Europa. En Alemania, por ejemplo, tras un largo periodo de estancamiento o caída de los salarios reales, los sindicatos han reivindicado este año mayores subidas. Un reajuste aislado de los salarios, tras un periodo de notable crecimiento de la productividad, no sería necesariamente inflacionista, pues podría compensarse con una caída de los márgenes de beneficio hasta los niveles anteriores. Sin embargo, si el aumento salarial fuera continuo podría acarrear importantes riesgos de inflación al inducir a las empresas a revisar sus precios al alza.

Otra incógnita relativa a la evolución de la inflación es en qué medida las presiones a la baja sobre los precios por efecto de la globalización podrían estar moderándose o incluso revirtiéndose. Uno de estos factores ha sido la demanda sostenida de materias primas, impulsada por el fuerte crecimiento de las economías de mercado emergentes. Esa demanda parece estar

... y escasa probabilidad de que los costes laborales unitarios representen una seria amenaza...

... pero se observa una moderación de las presiones a la baja por el efecto de la globalización sobre la inflación

presionando sobre los recursos disponibles a escala mundial, encareciendo los principales productos básicos y alimenticios.

Un segundo factor atañe al rápido crecimiento de los salarios reales en algunos países con estructuras productivas de bajo coste, como China, en parte por la escasez de mano de obra cualificada y las subidas del salario mínimo (véase el Capítulo III). Esta dinámica ha tendido a elevar los precios de los bienes manufacturados importados desde las economías emergentes, sugiriendo que el proceso de convergencia de estas economías posiblemente acarrearía continuas presiones alcistas sobre los precios de importación. Un factor distintivo de ciertos países, que podría haber acentuado algunos de los citados efectos sobre los precios, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido, es el acusado deterioro del tipo de cambio real en los últimos meses.

Por ahora no existen pruebas sólidas que indiquen una reversión más reciente de la tendencia, observada durante los años 90 y principios de la década actual, hacia una notable reducción del grado en que la oscilación de los precios de las materias primas y los tipos de cambio se transmite a los precios de importación y de consumo (véase el Cuadro II.3, así como el Cuadro II.2 del 75º *Informe Anual*). El grado de transmisión continúa siendo menor que el registrado durante las décadas de los 70 y los 80. Esto se debe en parte a que los exportadores extranjeros han sido capaces de mantener estables los precios en la moneda local de los importadores, ya sea ajustando sus márgenes de beneficio y los de sus distribuidores locales o hallando formas de incrementar en igual medida su productividad. Esto también podría implicar que las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido ancladas.

Con todo, el grado de transmisión podría aumentar. Fuera de Estados Unidos, los márgenes obtenidos por los exportadores durante el periodo de apreciación del dólar han ido reduciéndose notablemente en periodos más recientes, al tiempo que podría resultar cada vez más difícil lograr ganancias

El grado de transmisión de los costes parece aún reducido...

... pero podría aumentar en el futuro

Transmisión de la inflación

	Desde precios de materias primas hacia precios de importación ¹		Desde tipos de cambio hacia precios de importación ¹		Desde precios de importación hacia IPC subyacente ²	
	1971–89	1990–2007	1971–89	1990–2007	1971–89	1990–2007
EEUU	0,29 **	0,22 **	0,47 **	0,16 *	0,33 **	0,14
Japón	0,35 **	0,27 **	0,74 **	0,40 **	0,23 **	0,02
Alemania	0,22 **	0,17 **	0,37 **	0,23 **	0,17 **	-0,07
Francia	0,19 **	0,10 **	0,77 **	0,03	0,27 **	-0,08
Reino Unido	0,20 **	0,12 **	0,68 **	0,46 **	0,25 *	0,14
Italia	0,31 **	0,25 **	0,66 **	0,41 **	0,32 **	0,49

** y * indican que las cifras son significativamente distintas de cero para niveles de confianza del 99% y 95% respectivamente.

¹ Variación, en porcentaje, de los precios de las importaciones en respuesta a un incremento del 1% en los precios de las materias primas (medidos en moneda local) o a una depreciación del 1% del tipo de cambio efectivo nominal. ² Variación, en porcentaje, del índice de precios de consumo subyacente en respuesta a un incremento del 1% de los precios de las importaciones.

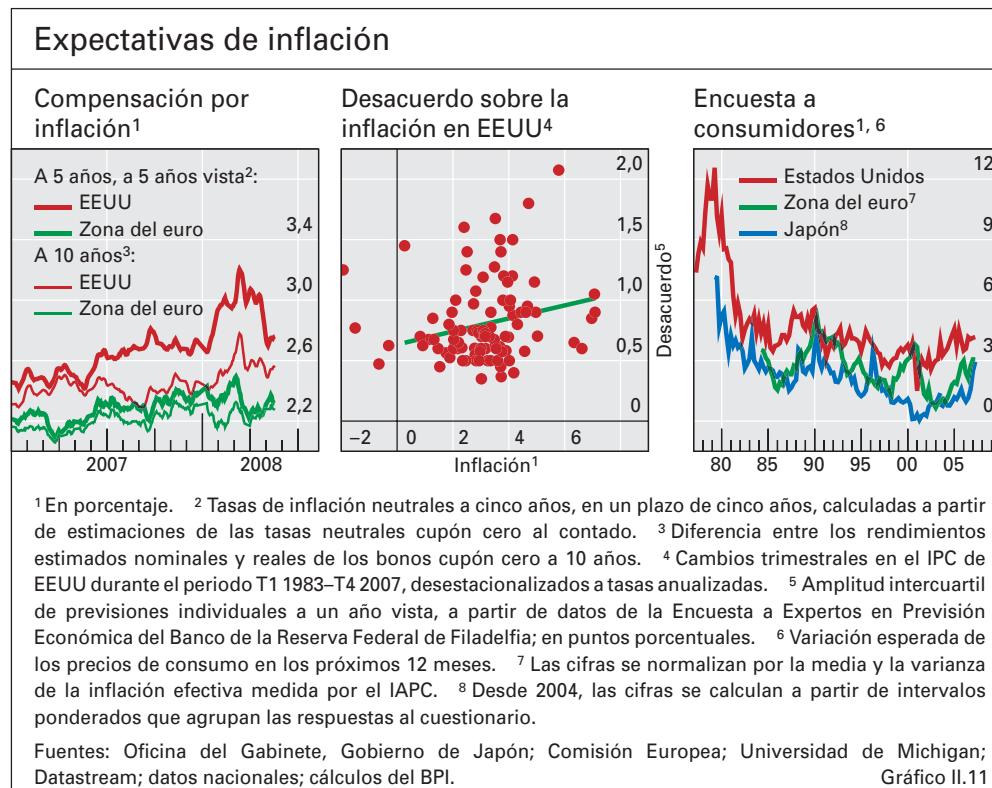
Fuentes: estimaciones del BPI a partir de datos de la OCDE, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) y otras agencias nacionales.

Cuadro II.3

de productividad. Además, el encarecimiento pronunciado y persistente de las materias primas o la depreciación de la moneda podrían elevar a la larga las expectativas de inflación, lo que más adelante podría desencadenar aumentos adicionales en el IPC subyacente.

Las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado recientemente...

En este contexto, es probable que las expectativas de inflación jueguen un papel clave. Tras reducirse durante gran parte de 2006, los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo basados en el mercado (a cinco años vista) crecieron durante 2007 en las principales economías industriales avanzadas (véase el Gráfico II.11), aunque retrocedieron ligeramente a comienzos de 2008. El incremento fue especialmente notable en Estados Unidos, donde existe una correlación positiva entre tasas de inflación más altas y mayor dispersión de las expectativas de inflación de los expertos en previsión económica. Con todo, no queda claro el grado de fiabilidad que ofrecen los precios de los bonos a la hora de conocer las expectativas de inflación en las actuales circunstancias. Por ejemplo, los considerables efectos de liquidez registrados en los mercados de deuda pública durante la reciente convulsión financiera podrían haber afectado a la volatilidad de estos indicadores. Otro factor explicativo podría haber sido un aumento de las primas por riesgo de inflación (en vez de mayores expectativas de inflación futura), si bien esto parece más probable en el caso de la zona del euro que en Estados Unidos (véase el Capítulo VI). La posibilidad de que las expectativas de inflación hayan comenzado a elevarse se apoya también en otro tipo de indicios. Aunque las expectativas de inflación a corto plazo reveladas en las encuestas a los hogares han permanecido en general por debajo de los niveles de la década de los 80, su tendencia ha sido alcista durante el último año en las principales economías industriales avanzadas.



Una cuestión importante que ataña a la política monetaria es la firmeza del anclaje de las expectativas de inflación ante perturbaciones adversas sobre los precios. Por una parte, si las expectativas de inflación estuvieran orientadas hacia el futuro, su anclaje habría mejorado en la última década gracias a la mayor credibilidad de la política monetaria. Por otra, si estuvieran orientadas sobre todo hacia el pasado, basándose por ejemplo en el aprendizaje de los agentes privados, podrían haberse moderado a raíz de la favorable evolución de la inflación en períodos anteriores, básicamente por la contención de los precios de los productos manufacturados gracias al aumento efectivo de la oferta de trabajo mundial. El mero hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo parezcan haber estado bien ancladas en los últimos años no permite saber con certeza si podría revertirse su tendencia y en qué grado, ni cuál podría ser el detonante de esa reversión.

... y su anclaje podría perder firmeza

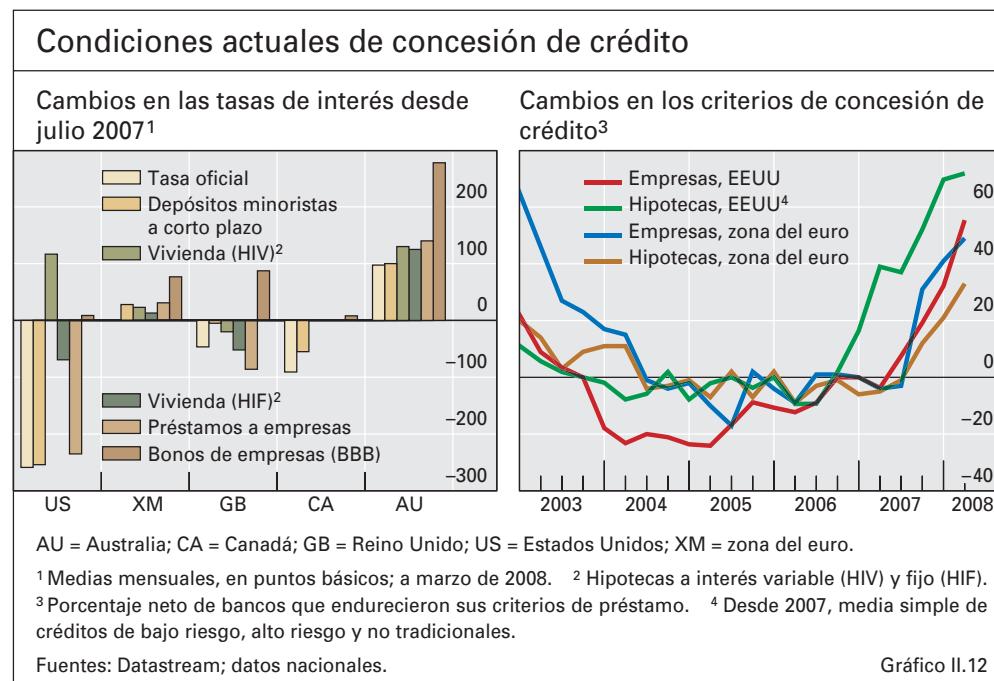
En la medida en que las expectativas de inflación estén orientadas hacia el pasado, la reciente tendencia al encarecimiento de los alimentos y de la energía podría afectarlas muy desfavorablemente. Existen indicios de que fuertes variaciones en los precios de algunos artículos «visibles» de adquisición más generalizada y frecuente (como por ejemplo pan, carne, leche y gasolina) pueden modificar las percepciones de inflación del público más que los cambios en los precios de artículos comprados de forma más intermitente. En la zona del euro, las encuestas indican que la inflación «percibida» aumentó a finales de 2007, coincidiendo con un alza de los precios de los alimentos. En el Reino Unido se ha constatado que la percepción de inflación de los consumidores suele estar más correlacionada con las tasas de inflación de los artículos adquiridos con una frecuencia al menos trimestral.

El encarecimiento de los bienes de adquisición frecuente subraya este riesgo

Vulnerabilidad de los balances, endurecimiento crediticio y otros obstáculos

Las perspectivas de las economías industriales avanzadas dependen en gran medida de cómo interactúen las recientes perturbaciones de los mercados con la situación financiera de hogares y empresas y sus correspondientes decisiones de gasto. La convulsión ya ha conducido a un endurecimiento de las condiciones crediticias a través del aumento de los diferenciales aplicados en los préstamos bancarios (véase el Gráfico II.12). En el caso de Estados Unidos, y en menor medida Canadá y el Reino Unido, es indudable que las menores tasas oficiales han compensado en diversa medida la ampliación de los diferenciales crediticios. Aun así, las condiciones crediticias se han vuelto más estrictas en todos estos países, al endurecer los bancos sus criterios ajenos al precio para la concesión de crédito. En Estados Unidos, la proporción neta de bancos que notificaron tal endurecimiento en la mayoría de las modalidades de préstamo fue tan alta en el primer trimestre de 2008 como durante las recesiones de comienzos de los años 90 y principios de la década actual. En Australia, Canadá y el Reino Unido también se produjo un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito en una parte o en

El endurecimiento de las condiciones crediticias en las principales economías...

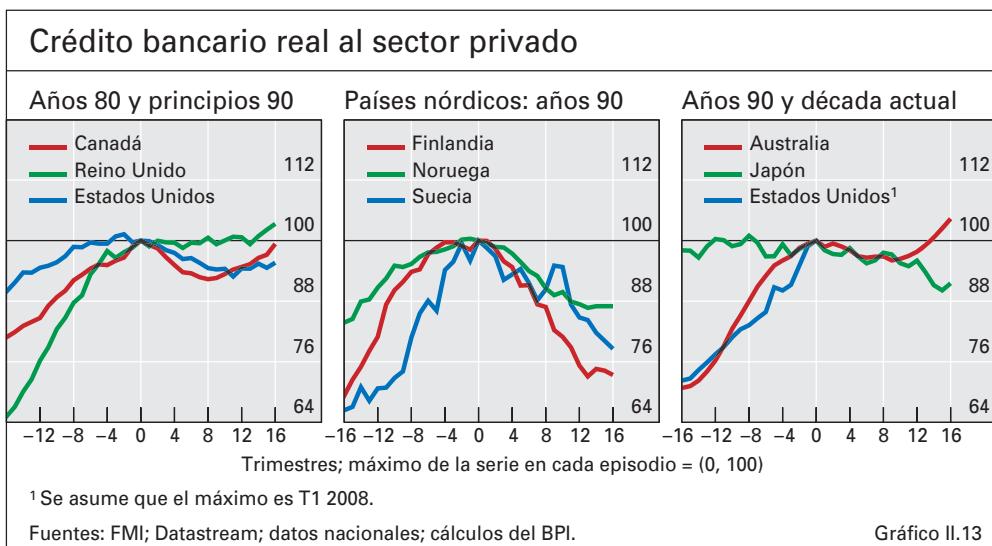


la mayoría de los segmentos del mercado. En la zona del euro, el rigor de esos criterios es ahora mucho mayor en el caso del crédito a empresas, aproximándose a los niveles observados durante la contracción del mercado de crédito a principios de la presente década. En cuanto al crédito a los hogares, el endurecimiento ha sido significativo.

El reciente endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados de crédito se ha producido en un entorno de grandes aumentos del endeudamiento, sobre todo de los hogares estadounidenses. A juzgar por episodios de crisis anteriores en los mercados de deuda, cabe esperar importantes efectos macroeconómicos de este endurecimiento. Por ejemplo, se considera que la contracción del crédito en el periodo 1989–92 en Estados Unidos agravó la recesión de 1990. Este estrangulamiento crediticio se produjo inmediatamente después de la crisis de las cajas de ahorro y crédito estadounidenses en la década de los 80, un periodo caracterizado por el fuerte incremento de la exposición bancaria al sector inmobiliario comercial. Tras el máximo previo a la crisis, el crédito bancario en términos reales al sector privado estadounidense se contrajo durante largo tiempo (véase el Gráfico II.13). En otros países, la desaceleración del crédito fue más suave y la recuperación más rápida, como en el caso del Reino Unido, cuyo sector bancario también se encontraba en dificultades por aquel entonces. No obstante, en otros lugares la contracción del crédito fue más severa, como por ejemplo en los países nórdicos durante las crisis bancarias de comienzos de la década de los 90. En Suecia, por ejemplo, se produjo un acusado descenso del gasto de los hogares y una caída de la participación de la inversión en vivienda en el PNB desde un máximo del 6,5% en 1991 hasta el 1,5% en 1995.

Los efectos de todas estas crisis se vieron en última instancia agravados por la interacción de una fase de desaceleración del ciclo económico en la que se produjeron importantes caídas en los precios de los activos y un brusco

... ha tenido en el pasado notable relevancia macroeconómica...



deterioro de la solvencia de los prestatarios. En concreto, conforme se discute en el Capítulo VII, el ciclo crediticio corrió paralelo al de los precios de los inmuebles, con un gran impacto sobre el valor de las garantías reales aportadas y sobre el gasto agregado, tanto en la etapa expansiva como en la contractiva. En el actual ciclo crediticio, la elevada vulnerabilidad de la situación financiera de los agentes económicos en algunos países podría menoscabar las perspectivas económicas.

... al combinarse con ciclos económicos y de precios desfavorables

Vulnerabilidad de los hogares

Cabe esperar que cualquier modificación de los criterios de concesión de crédito tenga mayor repercusión en Estados Unidos, donde los problemas financieros de los hogares podrían ser más graves. El rápido aumento de su endeudamiento a partir de 2002 ha hecho posible que las familias mantengan el consumo y la inversión en vivienda en niveles insostenibles dado su nivel de renta (véase el Cuadro II.4). Este auge del endeudamiento fue en gran medida posible gracias a la fuerte subida de los precios de la vivienda, que relajó las restricciones al crédito en términos de garantías aportadas por hogares que, en caso contrario, no habrían podido endeudarse en tal medida, o incluso en absoluto. Además, los hogares estadounidenses pudieron movilizar el creciente valor neto de sus viviendas vendiéndolas, obteniendo nuevos préstamos contra su valor (*cash-out refinancing*) y ampliando el principal del préstamo aportando garantías hipotecarias. Algunas estimaciones del sector privado sugieren que estos ingresos ayudaron a financiar en promedio el 3% del consumo personal (incluida la liquidación de deudas no hipotecarias) entre 2001 y 2005.

Los hogares estadounidenses parecen más vulnerables...

Así, una fuente de vulnerabilidad es la combinación de escaso ahorro y elevado endeudamiento por parte de los hogares. Aunque la tasa de ahorro de las familias estadounidenses en relación con su renta disponible comenzó a caer desde niveles cercanos al 7,5% en 1992, su descenso fue particularmente acusado durante los primeros años de la presente década hasta prácticamente anularse en 2005. El notable incremento de la carga del servicio de la deuda

... por su elevado nivel de deuda...

Sector no financiero: financiación, gastos y coeficientes de balance						
En porcentaje del PIB, a menos que se indique lo contrario						
	Estados Unidos		Zona del euro		Reino Unido	
	1998–2002	2003–07	1999–2002	2003–07	1998–2002	2003–07
Sector empresarial no financiero						
Inversión	8,2	7,1	11,2	11,0	10,5	9,2
Beneficios retenidos	7,6	7,6	8,2	7,7	10,7	10,1
Endeudamiento neto con intermediarios	0,6	1,1	2,6	3,7	6,9	10,2
Emisión neta de deuda	2,2	1,3	0,9	0,4	3,1	1,1
Emisión neta de acciones y participaciones	-1,1	-3,0	4,8	2,7	8,6	1,4
Deuda en circulación	45,5	43,7	76,3	85,3	83,6	108,7
Sector hogares						
Renta disponible	73,5	73,7	66,3	65,8	68,9	67,0
Gasto en consumo final	68,7	70,1	57,5	57,1	62,5	61,5
Inversión en vivienda	3,9	4,7	5,4	5,7	3,0	3,9
Deuda hipotecaria pendiente	50,7	70,4	28,3	35,4	56,9	76,5
Total de deuda pendiente	76,7	97,6	48,5	56,6	72,0	94,3
Activos financieros	330,6	320,2	186,5	191,7	305,2	280,8
<i>Pro memoria:</i> valor neto de la vivienda ¹	57,0	51,6	84,9 ²	87,7 ^{2,3}	72,0	72,2 ³

¹ Diferencia entre los activos inmobiliarios y la deuda inmobiliaria de los hogares en porcentaje de sus activos inmobiliarios totales. ² Sólo para Francia; los activos no financieros de los hogares se utilizan como aproximación a los activos inmobiliarios. ³ 2003–06.

Fuentes: OCDE; Eurostat; Datastream; datos nacionales.

Cuadro II.4

durante este periodo, hasta superar el 14% de la renta disponible en 2007, aumentó la vulnerabilidad de los hogares frente a perturbaciones en la renta y en las tasas de interés. Es probable que el gasto de los hogares se debilite ahora ante el fuerte endeudamiento y la elevada carga de su servicio, el descenso del empleo y el endurecimiento generalizado de las condiciones crediticias.

Una segunda fuente de vulnerabilidad se deriva de las fuertes caídas reales y previstas de los precios de la vivienda y de la riqueza, lo que reduce el patrimonio neto esperado de los hogares y por ende su capacidad de endeudarse para mantener su actual nivel de gasto. De hecho, el patrimonio neto de los hogares estadounidenses procedente del parque total de viviendas (la diferencia entre sus activos y pasivos inmobiliarios) ha sufrido una notable caída en los últimos años. Algunas estimaciones sugieren que la proporción de hogares estadounidenses donde el valor neto de su vivienda es negativo supera ya la cota máxima observada en el Reino Unido durante la desaceleración del mercado inmobiliario residencial de comienzos de los años 90.

Una tercera fuente de vulnerabilidad responde al hecho de que, durante la expansión crediticia, el peso relativo en Estados Unidos de los préstamos hipotecarios concedidos a prestatarios de alto riesgo (*subprime*) o sin verificación de sus ingresos (*stated-income*) y de otros productos hipotecarios no convencionales muy arriesgados fue muy superior al de

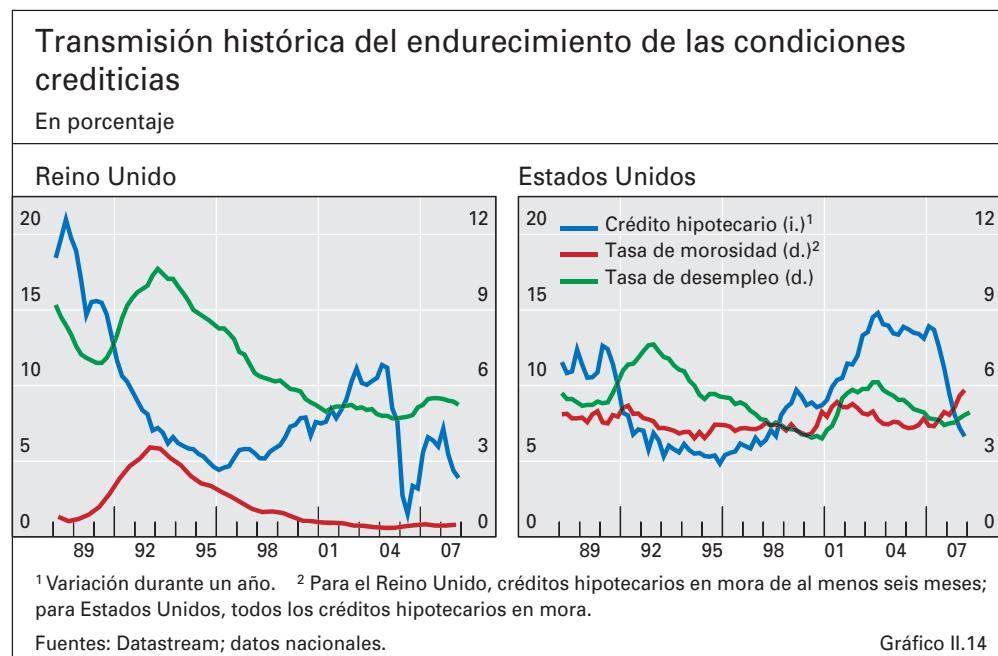
... y la caída
de los precios de la
vivienda...

... así como por
el alto riesgo de su
endeudamiento

otras economías industriales avanzadas. Conforme caen los precios de la vivienda y se endurecen las condiciones crediticias, aumenta la probabilidad de impago de esos créditos, pues los prestatarios disponen de escasos recursos financieros alternativos con los que amortiguar una caída de sus rentas o retrasar una ejecución hipotecaria, provocando con ello endurecimientos adicionales de las condiciones crediticias y más restricciones sobre el gasto. Además, la enorme laxitud de los criterios de concesión de crédito permitieron a numerosos prestatarios conseguir créditos que no podían costear ni siquiera a corto plazo, quizás especulando con que podrían refinanciarlos conforme subiesen los precios de la vivienda. Este fenómeno podría explicar por qué, en esta ocasión, las tasas de morosidad comenzaron a aumentar mucho antes que el desempleo, cuando en ocasiones anteriores ambas magnitudes evolucionaron más o menos a la par tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido (véase el Gráfico II.14).

El endeudamiento de los hogares también ha crecido con fuerza en el Reino Unido, aunque allí se ha utilizado menos para financiar el consumo, que de hecho ha disminuido en porcentaje del PIB (véase el Cuadro II.4). El cociente entre el valor neto de la vivienda y los activos inmobiliarios ha dejado de aumentar al desacelerarse o caer los precios de aquélla. Aunque las estimaciones actuales sugieren que existen muy pocos hogares con un valor neto negativo de la vivienda, su evolución dependerá en gran medida de hasta dónde caigan los precios de ésta en el futuro. Los compradores de primera vivienda podrían ser más vulnerables, al soportar por lo general un elevado grado de apalancamiento y una carga del servicio de la deuda sustancialmente mayor. Aunque los criterios de concesión de crédito hipotecario en el Reino Unido no llegaron a ser tan permisivos como en Estados Unidos, sí que se relajaron considerablemente, al ser hasta hace poco más habituales relaciones préstamo-valor elevadas en el momento de la concesión del crédito (véase el Gráfico II.6).

El grado de vulnerabilidad parece menor en el Reino Unido...



... y es incluso más reducido en la zona del euro

En la zona del euro, por el contrario, la posición financiera neta de los hogares mantiene su solidez gracias al aumento sostenido de la riqueza estimada y al tímido incremento del endeudamiento. Durante el actual episodio de convulsión en los mercados, la ausencia de un auge generalizado en el segmento de la vivienda, la concentración relativamente alta de los activos financieros de los hogares en instrumentos de renta fija y la mayor proporción de hipotecas a interés fijo parecen haber limitado la vulnerabilidad financiera de los hogares. Además, la carga del servicio de sus deudas, situada en torno al 3% en promedio, continúa bastante por debajo de la existente en otras importantes economías industriales avanzadas.

Aun así, se observan notables diferencias dentro de la zona del euro. En algunos países, la deuda de los hogares ha crecido muy por encima del promedio de la zona, situado en torno al 60% del PIB. A finales de 2006, los coeficientes de endeudamiento superaban el 120% del PIB en los Países Bajos y oscilaban entre el 80% y el 90% en España y Portugal. Los criterios de concesión también parecen haberse relajado en ciertos casos durante el auge del mercado de la vivienda; por ejemplo en España, la relación préstamo-valor habitual superaba a la de Canadá y el Reino Unido. Dada la alta concentración de su riqueza en activos inmobiliarios, los hogares de algunos países parecen más expuestos al endurecimiento de las condiciones crediticias, especialmente si conlleva fuertes descensos de los precios de la vivienda.

Posibles efectos sobre las empresas no financieras

Los efectos sobre el sector empresarial dependen de su necesidad de financiación externa...

Los efectos de un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito sobre el sector empresarial dependerán de en qué medida recurran las empresas a financiación externa en lugar de hacerlo a recursos generados internamente. De hecho, los balances de las empresas no financieras han mejorado en las principales economías industriales avanzadas desde comienzos de esta década y su capacidad para financiar inversiones con beneficios no distribuidos continúa siendo elevada. En Estados Unidos, los beneficios no distribuidos han bastado para cubrir el gasto de inversión bruta de los últimos años, por lo que las empresas sólo han necesitado endeudarse para financiar recompras de acciones. Igualmente, en el Reino Unido los beneficios no distribuidos han cubierto por lo general la inversión bruta. Para saber si esto permitirá a las empresas amortiguar el impacto del endurecimiento de las condiciones crediticias sobre la economía habrá que ver antes cuánto se resienten sus beneficios al desacelerarse la economía, si pueden repartir menos dividendos para mantener elevados sus recursos propios y qué tipo de crédito externo estará disponible.

Una característica del presente endurecimiento de las condiciones crediticias es que el volumen de los préstamos apalancados, que había experimentado un enorme auge antes de la convulsión en los mercados, se ha reducido más que el de los préstamos incluidos en el balance (véase el Capítulo VII). Puesto que los primeros se utilizaron sobre todo para financiar operaciones de fusión y adquisición de empresas, cabe esperar que esta actividad se vea más afectada que la inversión en capital físico. Sin embargo, el auge previo del mercado de préstamos apalancados también impulsó al

alza los precios de las acciones, lo que probablemente dificultará ahora el acceso de las empresas a fondos más baratos para financiarse conforme se desaceleren las operaciones de fusión y adquisición.

En la zona del euro, la financiación con fines de inversión que recibe el conjunto del sector empresarial no financiero procede en gran medida de intermediarios financieros. Así pues, es probable que la inversión en estas economías sea más sensible a una contracción de la oferta de crédito intermediado que en Estados Unidos. Las empresas más pequeñas serían las más afectadas, por su limitado acceso a fuentes de financiación alternativas. No se sabe con certeza hasta qué punto las grandes empresas serían capaces de amortiguar los efectos de una contracción de la oferta de crédito recurriendo a los mercados de capitales. Estas empresas se verían más afectadas en Estados Unidos que en la zona del euro por perturbaciones en los mercados de deuda corporativa.

Dentro del sector empresarial, es probable que un endurecimiento de las condiciones crediticias afecte en mayor medida a las empresas del segmento inmobiliario de uso comercial. Este tipo de prestatario suele recurrir al apalancamiento contra garantías más que a otras modalidades de crédito comercial y ha gozado de condiciones crediticias mucho más ventajosas que otras empresas. El endurecimiento de las condiciones declarado por los bancos estadounidenses ha sido especialmente acusado en dicho segmento y el crecimiento de la deuda hipotecaria del sector empresarial ya da muestras de desaceleración.

Además, la caída de los precios del suelo inducida por el descenso de los precios de la vivienda ha afectado también al valor de la propiedad inmobiliaria no residencial en Estados Unidos (véase el Capítulo VII) y, con ello, al valor de las garantías aportadas. La demanda de edificios comerciales relacionados con la construcción residencial (como por ejemplo centros comerciales) es probable que disminuya. Estas dinámicas probablemente afectarán también al segmento inmobiliario de uso comercial en otros países.

En resumen, la conjunción actual de notables perturbaciones (dificultades de grandes bancos, endurecimiento de las condiciones crediticias, caída de los precios de los activos y encarecimiento inesperado de las materias primas) arroja gran incertidumbre sobre la previsión predominante de crecimiento sostenido —aunque más moderado— de la economía mundial en 2008. Resulta difícil predecir en qué medida los hogares con una situación financiera muy deteriorada en Estados Unidos y otras economías industriales avanzadas deberán replegarse ante estas perturbaciones. Aunque un aumento sustancial de la tasa de ahorro de los hogares estadounidenses podría propiciar una considerable reducción adicional del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, sería al precio de debilitar la demanda en el resto del mundo. Al mismo tiempo, los riesgos de inflación son superiores a lo que lo han sido en muchos años y, si no remiten al debilitarse el crecimiento, será necesario revisar la orientación de la política monetaria y fiscal.

... la utilización de fuentes de financiación específicas...

... y la modalidad de endeudamiento, con especial vulnerabilidad del segmento inmobiliario comercial...

... debido a su sensibilidad al valor de las garantías aportadas

En conclusión, las actuales perspectivas económicas son muy inciertas

III. Las economías de mercado emergentes

Aspectos más destacados

La incertidumbre sobre las perspectivas para las economías de mercado emergentes (EME) aumentó durante el periodo analizado. Aunque su crecimiento volvió a superar ampliamente al del resto del mundo, las potenciales ondas de choque de la convulsión en los principales mercados acrecentaron el riesgo de una desaceleración en las EME. Así, las bolsas en muchas de ellas, que se revalorizaron con brío durante gran parte de 2007, cayeron a principios de 2008, sugiriendo una reducción de las expectativas de crecimiento. Al mismo tiempo, los fuertes encarecimientos del petróleo y los alimentos acrecentaron las presiones inflacionistas. Al igual que en las economías industriales avanzadas, estas fuerzas contrapuestas han creado un importante dilema para la política monetaria de las EME. Otra complicación reside en la resistencia que muchos países continúan oponiendo a la apreciación de sus monedas. Asimismo, con el descenso de las tasas de interés en Estados Unidos, se han ampliado los diferenciales entre los rendimientos en moneda local y en dólares. Esto ha atraído nuevas entradas de capital, lo que dificulta el endurecimiento de la política monetaria ante la creciente inflación.

El desarrollo de los acontecimientos en las economías industriales avanzadas también podría plantear importantes retos. En primer lugar, una desaceleración pronunciada en Estados Unidos dañaría a aquellas EME que, pese a haber mostrado hasta ahora una destacable capacidad de reacción, todavía dependen significativamente de la demanda externa. En segundo lugar, unas condiciones más restrictivas en los mercados financieros internacionales podrían limitar a aquellas economías emergentes con abultados déficits por cuenta corriente y a aquéllas que recurren a la financiación bancaria transfronteriza.

Evolución macroeconómica

Fuerte crecimiento...

El crecimiento del conjunto de las economías de mercado emergentes en 2007 fue del 7,7%, por encima del ya vigoroso 7% registrado en promedio en el periodo 2003–06 (véase el Cuadro III.1). Las proyecciones actuales sitúan el crecimiento en 2008 alrededor del 6,7%, pese a la intensa ralentización en las economías avanzadas que contemplan las previsiones de consenso.

... con riesgos sesgados a la baja

El patrón de los últimos años se repite, ya que la demanda interna sigue siendo el factor que más ha contribuido al crecimiento económico en todas las regiones con economías emergentes, como consecuencia del fuerte consumo privado y del gasto en inversión (véase el Gráfico III.1). Las exportaciones netas también han contribuido positivamente al crecimiento de China y otros

Crecimiento del producto, inflación y balanza por cuenta corriente

	PIB real ¹			Precios de consumo ¹			Balanza por cuenta corriente ²		
	2003–06	2007	2008	2003–06	2007	2008	2003–06	2007	2008
Total EME	7,0	7,7	6,7	5,4	5,5	7,0	439	788	803
Asia emergente	8,4	9,2	7,9	3,3	4,2	5,8	238	522	457
China	10,5	11,9	10,0	2,1	4,8	6,3	131	372	348
India ³	8,9	8,7	7,7	5,5	4,6	6,0	-2	-15	-23
Otros Asia ⁴	5,2	5,8	4,9	3,7	3,0	5,0	109	166	132
América Latina	4,5	5,6	4,5	6,3	6,1	6,6	32	27	-10
Brasil	3,4	5,4	4,8	6,4	4,5	5,1	11	3	-22
México	3,4	3,2	2,6	4,1	3,8	4,2	-6	-7	-11
Otros América Latina ⁵	6,9	7,9	5,9	8,1	10,0	10,6	27	31	23
Europa emergente	6,1	5,6	4,6	7,3	5,6	7,1	-64	-119	-146
Polonia	4,8	6,5	5,3	1,9	2,4	4,2	-8	-16	-24
Turquía	7,5	4,5	4,0	14,0	8,8	9,7	-20	-38	-45
Otros Europa emergente ⁶	5,7	5,9	4,8	5,0	5,0	6,7	-37	-65	-78
Rusia	7,1	8,1	7,3	11,7	9,0	12,3	69	80	81
África ⁷	5,9	6,3	6,3	7,1	6,3	7,5	11	2	22
Sudáfrica	4,6	5,1	4,1	3,8	7,1	8,5	-9	-21	-21
Oriente Medio ⁷	6,1	5,8	6,1	6,6	10,4	11,5	151	275	398
Pro memoria: G-7	2,4	2,3	1,4	2,1	2,1	3,0	-478	-457	-433

Las estimaciones para 2008 se basan principalmente en las previsiones de consenso de mayo, excepto para Europa emergente y Rusia. Las previsiones para África y Oriente Medio proceden del FMI.

¹ Variación porcentual anual. Las cifras totales y regionales son medias ponderadas basadas en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005. Media del periodo; excepto para América Latina: fin del periodo. ² En miles de millones de dólares de EEUU. Las cifras totales y regionales corresponden a la suma de las economías enumeradas. ³ Los datos corresponden a ejercicios fiscales que comienzan en abril; las cifras de inflación corresponden a precios al por mayor. ⁴ Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). ⁵ Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela. ⁶ Albania, Bosnia-Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Macedonia (ERY), República Checa y Rumanía. ⁷ Según clasificación regional de países realizada por el FMI en sus *Perspectivas de la Economía Mundial*.

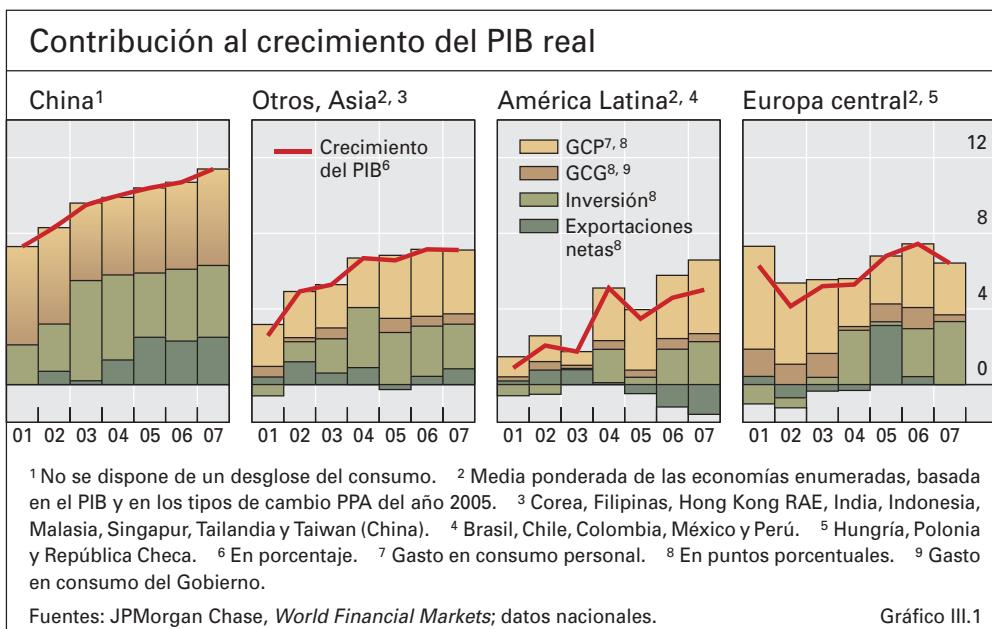
Fuentes: FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*; © Consensus Economics; datos nacionales.

Cuadro III.1

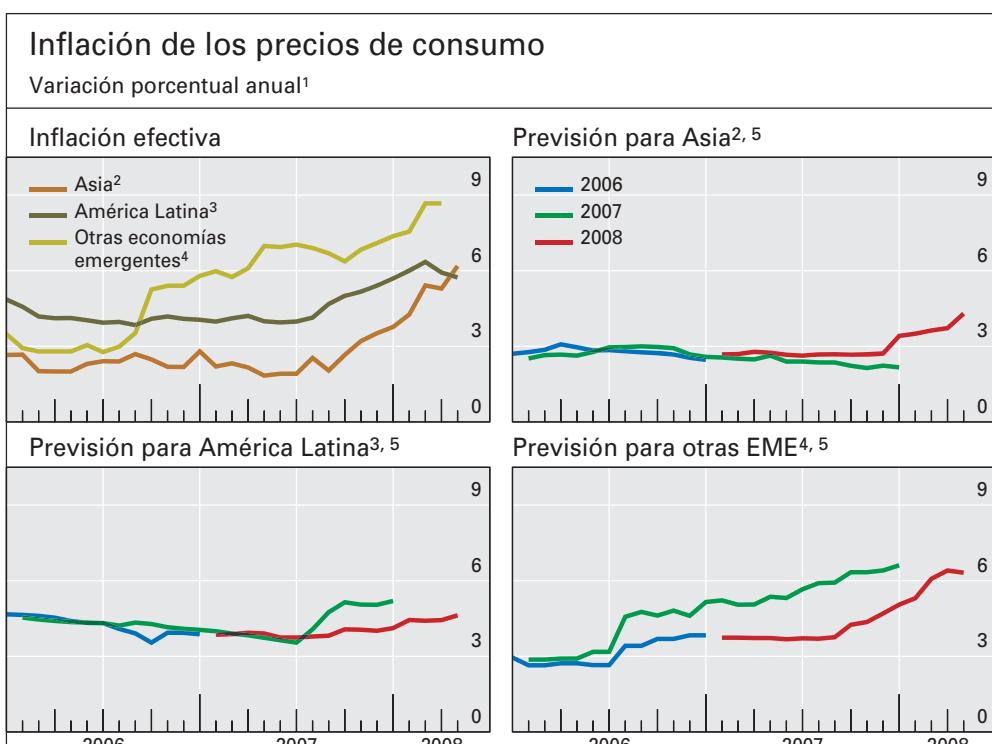
países emergentes asiáticos, pero negativamente al de América Latina. Un interrogante clave al respecto es hasta qué punto el crecimiento de las EME se sustentará en la fortaleza de la demanda interna en un contexto de desaceleración en Estados Unidos, cuestión que se estudiará más adelante en el capítulo. En resumen, los riesgos para el crecimiento de las EME están sesgados a la baja.

Ante el vigor del crecimiento, la inflación medida por el IPC subió de forma pronunciada en el curso del año pasado en todas las principales regiones con economías de mercado emergentes (véase el Gráfico III.2). El repunte de la inflación, que se hizo particularmente patente en la segunda mitad de 2007, fue mayor en Asia (donde la inflación interanual se aceleró desde menos del 3% hasta superar el 6% entre finales de 2006 y abril de 2008), seguida de América Latina (del 4,1% al 5,7%). Los últimos aumentos han situado la inflación por encima de los objetivos, formales o informales, previstos para 2008 en 15 de las 17 mayores EME que publican dichos objetivos, y muy por encima de los objetivos informales de China y la India. En Corea y México, la inflación ha permanecido últimamente por encima del

La creciente inflación supera los objetivos

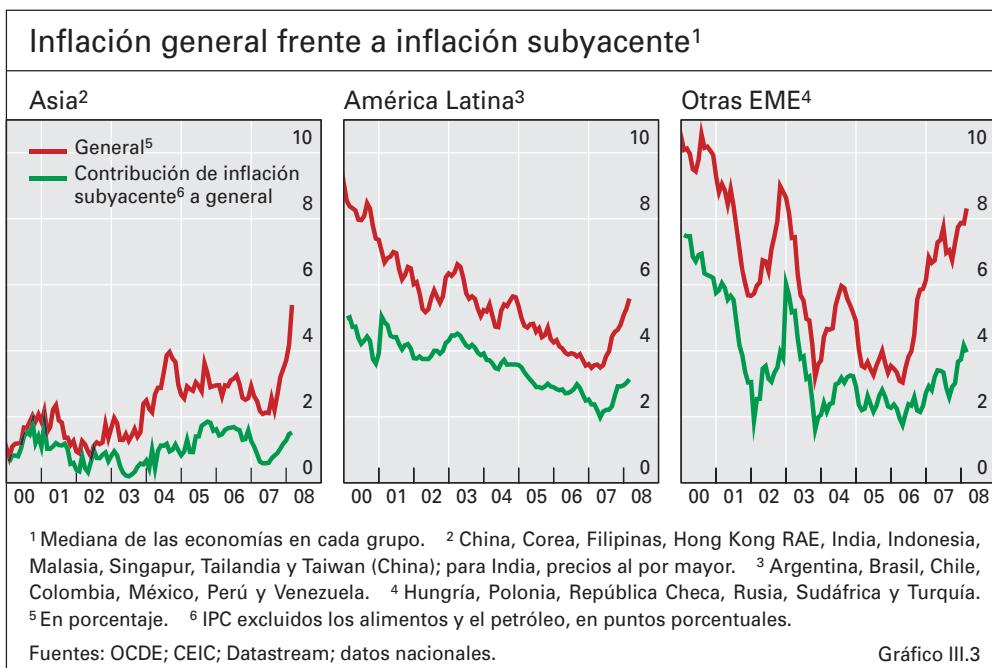


objetivo o se ha aproximado a él. También se han registrado considerables repuntes de la inflación en muchos otros países, como Chile, Filipinas, Indonesia, la República Checa, Rusia, Sudáfrica y Tailandia. En Brasil, donde la inflación se ha mantenido dentro del rango objetivo, las bruscas subidas del



Fuentes: FMI; © Consensus Economics; datos nacionales.

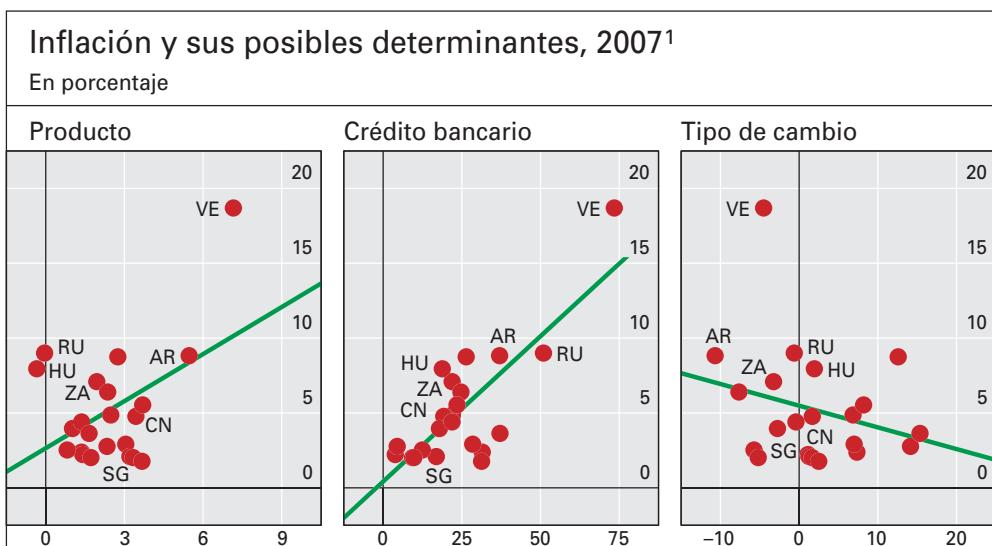
Gráfico III.2



índice general (tanto efectivo como previsto) han hecho temer que se supere el punto medio del intervalo objetivo a finales de 2008.

Las previsiones de inflación para 2008 crecieron en Asia, América Latina y otras EME a lo largo de 2007 (véase el Gráfico III.2), lo que acaba con un largo periodo de estabilidad. Esto probablemente sea consecuencia de la interacción entre el crecimiento de la inflación salarial, las expectativas

El aumento de las expectativas de inflación...



Las otras economías recogidas son: Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Tailandia y Turquía.

¹ Eje de abscisas: desviación del producto con respecto a la tendencia Hodrick-Prescott, crecimiento del crédito bancario y oscilación del tipo de cambio efectivo nominal (incremento = apreciación), respectivamente; eje de ordenadas: inflación medida por el IPC (para India, precios al por mayor).

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico III.4

de subidas adicionales del precio de los alimentos y la energía, así como las presiones de demanda.

... podría deberse a los incrementos salariales...

Las tendencias de los salarios en las EME son difíciles de medir, dada la falta de datos comparables a nivel internacional. No obstante, hay indicios de que, en algunas de las mayores EME, el crecimiento es más rápido. Por ejemplo, la inflación salarial anual en China ha sido de dos dígitos, con una media del 14,4% entre 2001 y 2006, elevándose hasta el 17,7% en el tercer trimestre de 2007. Esto no sólo se debe a que las reivindicaciones salariales se han visto impulsadas por presiones de demanda, sino también a cambios estructurales, como la subida del salario mínimo y nueva legislación laboral que refuerza los derechos contractuales de los trabajadores. En la India, algunas encuestas del sector privado apuntan a incrementos salariales de dos cifras en este sector en los últimos años, habiéndose propuesto también importantes ajustes en los sueldos de los funcionarios.

... a las expectativas de persistencia de la inflación...

Es previsible que se mantenga la tendencia alcista de la inflación general, por diversas razones. Una es que los incrementos de los precios de los alimentos y de la energía, que originan gran parte del aumento de la inflación general en muchos países, no dan muestras claras de moderación (véase más adelante). Otra razón es que la tasa de inflación subyacente también se ha acelerado (véase el Gráfico III.3). Este indicador, que excluye los precios de los alimentos y de la energía, creció en todas las regiones con economías de mercado emergentes desde aproximadamente la segunda mitad de 2007, con una tasa mediana de contribución a la inflación general de 2,5 puntos porcentuales a principios de 2008, frente a una inflación general del 6,3%.

... y a presiones de demanda

Varios indicadores sugieren que las presiones de demanda también han desempeñado un papel importante en la inflación de las EME. Aunque las correlaciones simples deben interpretarse con cautela, la inflación ha tendido a ser mayor en aquellos países donde el producto real ha superado las estimaciones de la tendencia (véase el Gráfico III.4, panel izquierdo) o donde el crecimiento del PIB ha sido más vigoroso (no se muestra). La inflación también ha tendido a ser mayor en países con un intenso crecimiento del crédito y en los que la apreciación del tipo de cambio ha sido menor (véase el Gráfico III.4, paneles central y derecho). Tal y como se verá más adelante, es posible que una política monetaria laxa y las intervenciones a gran escala en los mercados cambiarios hayan contribuido a estos resultados.

Evolución del precio de las materias primas

Encarecimiento de las materias primas...

Los precios de las materias primas han seguido una senda ascendente desde principios de la presente década, con subidas particularmente fuertes en los dos últimos años. Tras una bajada coyuntural en 2006, los precios nominales en dólares del petróleo aumentaron un 47% en 2007 y un 29% adicional hasta principios de mayo de 2008. La cotización de materias primas alimenticias como cereales y oleaginosas (aunque también del arroz, que no se negocia internacionalmente a gran escala) ha subido drásticamente desde mediados de 2006. La evolución de los precios de los metales ha sido más dispar, aunque

el cobre y el mineral de hierro también se han encarecido significativamente (véase el Gráfico III.5).

La prolongada subida de los precios de algunas de las principales materias primas en la presente década refleja el crecimiento persistente de la demanda, que no ha sido totalmente acomodada por incrementos de oferta. Por el lado de la demanda, las condiciones monetarias internacionales relativamente permisivas han sostenido el sólido crecimiento mundial. Este efecto se ha visto reforzado por la depreciación del dólar estadounidense en los últimos años, que ha contribuido a un encarecimiento de las materias primas en dólares. Según una estimación reciente del FMI, una depreciación del dólar del 1% en términos efectivos nominales lleva aparejado al cabo de un año un incremento del precio del petróleo en dólares superior al 1%. Otro factor importante de la demanda de materias primas ha sido la rapidísima industrialización de países no pertenecientes a la OCDE, especialmente China y más recientemente la India. Por el lado de la oferta han influido también algunas restricciones, como los retrasos en la expansión de la capacidad productiva y el aumento de los costes de producción.

La evolución de los mercados petrolero y alimentario ilustra algunos de estos efectos. En el caso del petróleo, el crecimiento mundial medio de la demanda en esta década ha rondado el 1,6% anual, mientras que en China ha sido del 6,7%. Como resultado, la participación de China en el conjunto de la demanda mundial de petróleo supera actualmente la de Japón y Corea juntos, y se acerca a la de los países de la Cuenca del Pacífico pertenecientes a la OCDE (véase el Cuadro III.2). La demanda de crudo de las EME se ha visto favorecida por los subsidios gubernamentales, que protegen a la población del encarecimiento y fomentan el desarrollo de ciertos sectores manufactureros (por ejemplo, el de automoción). En varias EME, como China, la India, Indonesia y Malasia, y en América Latina y Oriente Medio, los gobiernos todavía subvencionan el consumo de energía para minoristas.

Habiendo crecido la demanda, las restricciones de oferta en algunos países han impulsado los precios del crudo, pese a los aumentos de la producción por parte de la OPEP. Según los planes de inversión actuales, está

... en respuesta
a la fuerte demanda
internacional

Los subsidios
apoyan la demanda
de crudo...

... mientras que la
oferta es limitada

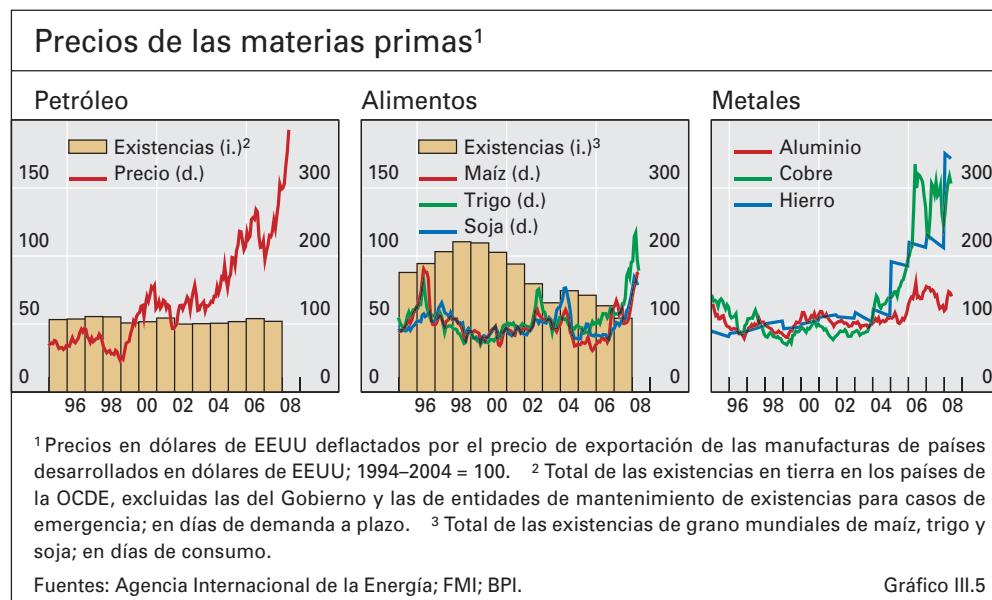
Demanda mundial de petróleo ¹						
	Mundial	Norte- américa ²	OCDE Europa ³	OCDE Pacífico ⁴	China	Resto del mundo
1991–2000	1,4	1,4 (30,5)	0,9 (20,2)	1,8 (11,6)	7,6 (6,3)	0,5 (31,3)
2001–07	1,6	1,3 (29,8)	-0,2 (17,8)	-1,1 (9,6)	6,7 (8,8)	2,8 (34,0)

¹ Variación porcentual anual media; las cifras en paréntesis indican el porcentaje que representa la demanda mundial de petróleo al final del periodo. ² Canadá, Estados Unidos y México.

³ Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Eslovaquia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Islandia, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza y Turquía. ⁴ Australia, Corea, Japón y Nueva Zelanda.

Fuentes: Agencia Internacional de la Energía; OCDE.

Cuadro III.2



previsto que la capacidad productiva de Arabia Saudita crezca de 10,5 millones de barriles diarios (mb/d) en 2005 a 12,5 mb/d en 2009. En cambio, la oferta procedente de países no pertenecientes a la OPEP se ha visto contenida por los altos costes que conlleva incrementar la capacidad. En el caso de las cuatro mayores petroleras privadas fuera de la OPEP, el coste de aprovechamiento de nuevas reservas de petróleo aumentó entre un 45% y un 70% en el periodo 2003–06. Los costes de ampliar la capacidad de producción de estas compañías son mucho mayores que en Arabia Saudita o Estados Unidos. La capacidad productiva ociosa total de la industria petrolera cayó desde aproximadamente 5 mb/d en el año 2000 a un mínimo de 1 mb/d en 2005, antes de recuperarse hasta los 2,2 mb/d en 2007. Según algunos estudios, una baja capacidad sobrante favorece el encarecimiento del crudo, limita la posibilidad de aumentar la producción en respuesta a mayores presiones de demanda o a interrupciones de oferta y, por último, hace necesarios mayores niveles de existencias para suavizar las fluctuaciones de los precios. No obstante, las existencias mundiales de petróleo se han mantenido estables, en términos generales, desde principios de los años 90 (véase el Gráfico III.5, panel izquierdo). Los efectos sobre los precios se han visto exacerbados por las tensiones geopolíticas y la reducción de las existencias medias en algunos de los principales países consumidores de crudo.

El rápido crecimiento de las EME impulsa la demanda de alimentos

En cuanto a las materias primas alimenticias, el rápido crecimiento del PIB en las EME durante los últimos años ha sido determinante para el estímulo de la demanda. Este efecto se ha visto reforzado por cambios estructurales, ya que el aumento de los ingresos per cápita, especialmente en China, ha elevado la demanda de cereales, en particular para piensos. Según estimaciones de la Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO), el consumo de cereales por persona en los países en desarrollo se incrementó en un 20% entre 1962 y 2003, mientras que el de carne se triplicó. El efecto de la demanda sobre los precios de los cereales se ve amplificado

por el hecho de que, según ciertas estimaciones, se requiere de dos a cinco veces más cereal para generar la misma cantidad de calorías a través del ganado que mediante su consumo directo. En 2002, alrededor de un tercio de la producción cerealística mundial se utilizó para piensos. Las políticas gubernamentales también han impulsado la demanda de productos agrícolas. En concreto, los subsidios a la producción de biocombustibles han aumentado la demanda de maíz y soja, lo que a su vez ha encarecido otros cultivos alimenticios al abandonarse en parte su producción.

Por el lado de la oferta, la urbanización ha reducido las superficies de cultivo en algunas EME. Asimismo, el encarecimiento del petróleo y del gas ha encarecido los fertilizantes y el transporte. Las políticas gubernamentales en las economías industriales avanzadas, incluidas las restricciones al uso agrícola del suelo para sostener los precios, continúan limitando la respuesta de la producción ante el incremento de la demanda. Por último, las menores existencias de alimentos han contribuido a las presiones sobre los precios (véase el Gráfico III.5, panel central). Las restricciones de la oferta han sido especialmente llamativas en el caso del trigo, cuyo cultivo se vio dañado en 2006–07, aunque las condiciones han mejorado recientemente.

Cabe preguntarse si es probable que los precios de las materias primas permanezcan elevados. A corto plazo, la ralentización del crecimiento de Estados Unidos tenderá a revertir algunos de los recientes repuntes de los precios o al menos moderará ulteriores subidas. Sin embargo, los precios se mantendrán en niveles elevados en la medida en que pueda sostenerse el intenso crecimiento de las EME, y en particular de China. El reciente descenso de las tasas de interés en Estados Unidos también favorece esta carestía de las materias primas, aún más si finalmente se suavizan las duras condiciones crediticias de los mercados internacionales, como es de esperar. A medio plazo, parece probable que persistan algunos de los factores de demanda estructurales antes citados, como la continua transformación económica de China y la India. También cabe esperar que los factores y restricciones de oferta antes mencionados (por ejemplo, mayores costes de producción agrícola y petrolera) sigan influyendo en la formación de precios de las materias primas durante algún tiempo.

Las políticas limitan la oferta de alimentos

Factores estructurales sostendrán los precios de las materias primas

Balanza exterior y flujos de capital

En conjunto, las EME siguieron registrando superávits por cuenta corriente y recibiendo entradas netas de capital privado en 2007. En Asia emergente, el superávit por cuenta corriente volvió a incrementarse, hasta rondar el 6,5% del PIB regional, mientras que en América Latina se redujo levemente hasta el 0,75% del PIB. En los países exportadores de petróleo de Oriente Medio, el superávit se mantuvo alrededor del 20% del PIB, mientras en Rusia se situó por debajo del 6%. Por el contrario, en Europa central y oriental (ECO) y en Sudáfrica, el déficit se amplió al 6,5 y 7,25% del PIB, respectivamente. De este modo, las regiones emergentes con mayores superávits en 2007 siguieron siendo Asia (520.000 millones de dólares), Oriente Medio (275.000 millones) y Rusia (80.000 millones), al tiempo que las regiones más deficitarias fueron

Superávits por cuenta corriente, salvo en Europa central y oriental y en Sudáfrica

ECO y Sudáfrica, que suman un déficit de 140.000 millones de dólares (véase el Cuadro III.1).

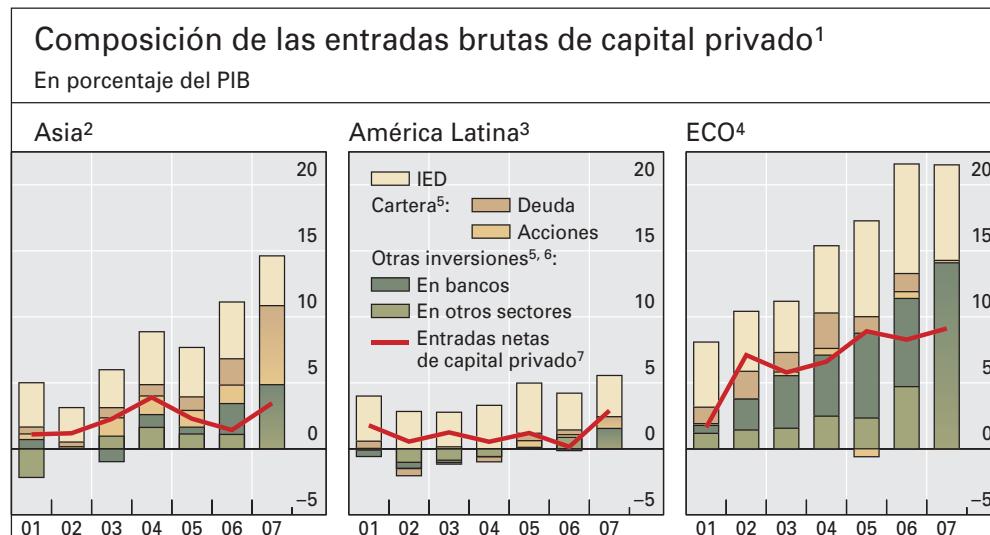
Moderado impacto de la convulsión

El efecto sobre las balanzas por cuenta corriente de las EME de la convulsión financiera en las economías industriales avanzadas y de la ralentización de la economía estadounidense ha quedado contrarrestado hasta ahora por la fuerte demanda procedente de otras regiones. El dinamismo de la demanda de importaciones de Europa y de Oriente Medio impulsó crecientes superávits en Asia emergente. Las exportaciones de América Latina, Rusia y Oriente Medio se beneficiaron de la continua fortaleza de los precios de las materias primas. En Europa central y oriental, el fuerte incremento del consumo y de la inversión, debido parcialmente al sólido crecimiento en la zona del euro, impulsó las importaciones y ayudó a construir capacidad productiva para la futura expansión de las exportaciones.

Aumentaron las entradas netas de capital privado...

Las perturbaciones financieras internacionales tampoco han tenido por ahora un impacto significativo sobre los flujos de capital privado dirigidos hacia las EME. Las entradas *netas* de capital privado (entradas brutas menos salidas brutas del sector privado en forma de IED, cartera y otros capitales) crecieron en 2007 más de 2 puntos porcentuales en Asia emergente (hasta el 3,5% del PIB regional), casi 2,75 puntos porcentuales en América Latina (hasta el 2,9% del PIB) y 0,75 puntos porcentuales en Europa central y oriental (hasta el 9% del PIB) (véase el Gráfico III.6). Así, las presiones macroeconómicas globales que podrían derivarse de las entradas de capital se mantuvieron elevadas en ECO, pero más moderadas en Asia emergente y en América Latina.

Las tendencias de los flujos netos de capital privado no aportan toda la información necesaria para analizar la estabilidad macroeconómica y financiera.



¹ Las entradas brutas son las medias simples para las economías enumeradas. ² China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ³ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

⁴ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Turquía. ⁵ Para 2007, no se dispone de desgloses de inversión en cartera y otras inversiones. ⁶ Los valores negativos indican una reducción de la propiedad privada en los activos domésticos clasificados como otras inversiones. ⁷ Totales regionales en porcentaje del PIB regional.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, *Perspectivas de la Economía Mundial*. Gráfico III.6

Por tanto, es necesario fijarse también en el tamaño y la composición de las entradas *brutas* de capital privado, que siguieron creciendo en 2007, aunque a un ritmo menor que en años anteriores. En Asia emergente, alcanzaron en 2007 una media de casi el 15% del PIB (véase el Gráfico III.6, panel izquierdo). Estos niveles son similares a los registrados antes de la crisis de 1997-98, aunque actualmente la región registra un abultado superávit por cuenta corriente. En América Latina, las entradas brutas de capital privado aumentaron notablemente desde alrededor del 1% del PIB en 2002 hasta casi el 6% de media en 2007 (véase el Gráfico III.6, panel central), cerca de los máximos históricos de principios de los años 90. En Europa central y oriental, las oportunidades que ofrece la incorporación a la Unión Europea han disparado las entradas brutas de capital privado hasta alcanzar una media cercana al 20% del PIB (véase el Gráfico III.6, panel derecho), un nivel sin precedentes en la historia reciente de las EME. Como resultado, esta región recibe ahora en torno al 28% de las entradas brutas de capital privado de los mercados emergentes (cuando a mediados de los años 90 rondaba el 10%); América Latina recibe alrededor del 11% (frente al 25%); Asia emergente casi el 50% (frente al 63%); y otras EME en torno al 11% (frente al 2%).

... y en términos brutos se mantuvieron fuertes

La composición de las entradas brutas de capital privado en las EME ha cambiado en los últimos cinco años y ahora se asemeja más a la de mediados de los años 90. El porcentaje de IED (inversión extrajera directa) en las entradas brutas cayó hasta situarse alrededor del 40% de media en todas las EME en 2007, desde el 90% registrado en 2002, mientras que el porcentaje en concepto de inversión de cartera se duplicó hasta rondar el 20%. Sin embargo, la categoría de flujos de capital que más rápidamente ha crecido ha sido la de «otros» flujos de entrada al sector privado bancario o no bancario. Así, su participación en las entradas brutas privadas pasó de ser prácticamente nula en 2002 a superar el 40% en 2007.

El porcentaje de IED cayó y se dispararon las entradas de capital bancarias

Para comprender mejor estos «otros» flujos de inversión, resulta útil estudiar las estadísticas bancarias territoriales del BPI. Los activos transfronterizos frente a las EME de los bancos que informan al BPI se estimaban en 2,6 billones de dólares en 2007 (véase el Cuadro III.3), lo que supone un incremento de 1,6 billones en los últimos cinco años. Aunque Asia y ECO obtuvieron el grueso de estas entradas, en términos de PIB fueron mucho más importantes en esta segunda región, donde la relación de activos transfronterizos sobre PIB se situó en el 32%. Por tanto, los países de Europa central y oriental están expuestos a riesgos significativos derivados de una eventual reversión de los flujos de capital intermediados por los bancos.

Aumentaron los activos bancarios transfronterizos frente a las EME

Al tiempo que han aumentado las entradas brutas de capital privado, las *salidas* brutas han sobrepasado los máximos históricos en 2007, situándose entre el 4,5% del PIB de media en América Latina y más del 14% del PIB en Asia emergente (véase el Gráfico III.7). Este notable incremento se ha debido fundamentalmente a la compra de títulos de deuda extranjeros, principalmente por parte de Asia emergente, y a la salida de IED, que se elevó significativamente en las tres regiones en 2007. Las salidas de capital privado también se han distribuido más homogéneamente por categorías. El porcentaje de IED en las salidas brutas creció hasta situarse en el 25% de media para

Las salidas brutas de capital privado se incrementaron rápidamente...

Crédito transfronterizo y nacional en las economías de mercado emergentes						
	Activos transfronterizos de bancos declarantes al BPI frente a economías de mercado emergentes ¹			Crédito nacional al sector privado ²		
	En miles de millones de dólares de EEUU		En porcentaje del PIB			
	2002	2007	2002	2007	2002	2007
Economías emergentes ³	1.043	2.631	16,6	19,1	50,9	66,4
Activos interbancarios	647	1.604	10,3	11,6	.	.
Asia ⁴	604	1.374	18,6	20,6	97,9	95,2
Activos interbancarios	486	1.010	14,9	15,1	.	.
América Latina ⁵	233	350	15,1	11,1	32,2	39,5
Activos interbancarios	77	137	5,0	4,3	.	.
ECO ⁶	121	599	16,5	32,2	25,7	54,7
Activos interbancarios	49	299	6,7	16,1	.	.

¹ Posiciones externas de los bancos que participan en las estadísticas del BPI frente a los distintos países en función del país de residencia; cantidades en circulación. Los datos sobre el PIB son estimaciones FMI-*Perspectivas de la Economía Mundial*.

² Las economías enumeradas, excluidas Colombia, Israel, Perú y Venezuela. ³ Las economías enumeradas, además de Arabia Saudita, Israel, Rusia y Sudáfrica. ⁴ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁵ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁶ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Turquía.

Fuentes: FMI; datos nacionales; estadísticas bancarias territoriales del BPI. Cuadro III.3

todo el conjunto de las EME en 2007, cuando en 2002 era inferior al 20%; el de inversión de cartera en el extranjero superó el 40% (desde el 30%) y la proporción de otros flujos de inversión se redujo hasta el 35% (desde más del 50%).

... especialmente en Asia

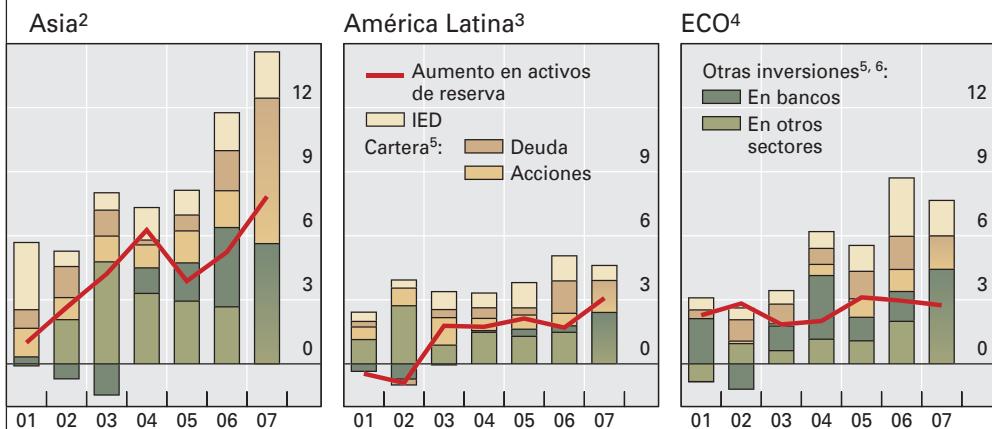
Las salidas brutas de capital privado desde las EME para la compra de títulos de deuda han crecido a un ritmo anual medio de casi un 1% del PIB desde 2002. Los inversionistas privados de Asia, y en particular de China, representaron en torno a tres cuartas partes de estas salidas. Una característica destacable es que un alto porcentaje de estos inversionistas «privados» son, en realidad, entidades controladas por el Estado. En China, por ejemplo, entre ellos se cuentan grandes bancos comerciales que, aunque se consideran inversionistas privados en las estadísticas oficiales, están participados mayoritariamente por el Estado.

Importancia de los fondos de inversión soberanos

En varias EME, los fondos de inversión soberanos son también grandes inversionistas institucionales en el extranjero, cuya importancia ha aumentado recientemente. No obstante, se sabe muy poco de algunos de ellos (en particular de los más grandes) y las estimaciones sobre su crecimiento y volumen total varían significativamente. Además, no está claro si estos fondos se clasifican en las estadísticas oficiales como inversionistas públicos o privados. Durante 2007 y a comienzos de 2008, los fondos soberanos de China, Singapur y varios países de Oriente Medio se comprometieron a invertir en torno a 80.000 millones de dólares en la recapitalización de instituciones financieras con problemas en Europa y Estados Unidos. Si los activos de todos estos fondos de las EME —que se estimaban en cerca de dos billones de dólares en 2007— se invirtieran fuera de sus fronteras, constituirían casi el 25% de los activos extranjeros en manos de los sectores público y privado (o el 40% de aquéllos en manos del sector privado) de las EME en 2007.

Salidas brutas de capital privado y aumento de las reservas oficiales¹

En porcentaje del PIB



¹Medias simples para las economías enumeradas. ²China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ³Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁴Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumanía y Turquía.

⁵Para 2007, no se dispone de desgloses de inversión en cartera y otras inversiones.

⁶Los valores negativos indican una reducción de la propiedad nacional en los activos extranjeros clasificados como otras inversiones.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales, Perspectivas de la Economía Mundial*. Gráfico III.7

Incremento de las reservas de divisas

El aumento de las salidas de capital (nacionalmente) *privado* destinadas a la compra de títulos de deuda se ha sumado a sustanciales salidas de capital *público* en forma de crecimiento de las reservas oficiales de divisas. Éstas se han incrementado entre el 4% y el 6% del PIB de media anual en Asia emergente en los últimos años (véase el Gráfico III.7, panel izquierdo), y entre un 2% y un 3% anual en América Latina y ECO (paneles central y derecho).

Reacción de las autoridades

Las autoridades de las EME han tenido que recurrir a diversos instrumentos de política económica en un contexto de riesgos contrapuestos de desaceleración e inflación creciente a escala mundial, junto a presiones indeseadas sobre los tipos de cambio procedentes de las fuertes entradas de capital en moneda extranjera. Entre estos instrumentos se cuentan el ajuste de las tasas de interés, las intervenciones en los mercados cambiarios, las modificaciones en la regulación de la cuenta de capital, los ajustes de la política fiscal y el endurecimiento de la regulación prudencial. Muchas de estas opciones han implicado disyuntivas difíciles.

Como consecuencia de estos riesgos contrapuestos, las respuestas de las autoridades monetarias de las EME al aumento de las presiones inflacionistas han sido diversas. Entre mediados de 2007 y principios de 2008, la mediana de las tasas de interés oficiales o interbancarias a corto plazo creció en América Latina (en 50 puntos básicos). Las tasas también aumentaron en Europa central, Rusia y Sudáfrica, pero cayeron en Turquía. En Asia emergente las tasas disminuyeron en general (véase el Gráfico III.8, panel izquierdo)

La subida moderada de las tasas oficiales...

por la caída de las tasas oficiales o a corto plazo en Filipinas, Hong Kong RAE e Indonesia. Además, mientras el Banco de la República Popular de China elevaba las tasas de interés bancarias de préstamos y depósitos a un año en 2007, las del mercado interbancario a corto plazo se mantuvieron relativamente bajas. Más recientemente, el aumento de las presiones inflacionistas ha elevado las tasas de interés en varias EME.

... ha reducido las tasas reales

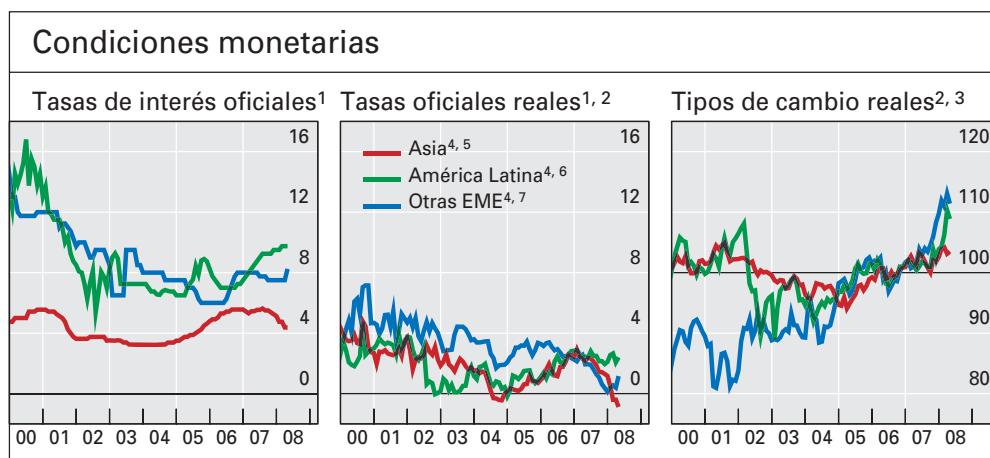
Dado que las subidas de las tasas oficiales han sido limitadas en términos reales, las tasas oficiales o a corto plazo cayeron hasta casi cero en Asia y también disminuyeron en otras EME (véase el Gráfico III.8, panel central). Las reticencias de muchas EME a elevar sus tasas oficiales más agresivamente se debe, en parte, a la preocupación por si éstas pudieran atraer mayores flujos de capital y acentuar con ello las presiones alcistas sobre la moneda. Sin embargo, los tipos de cambio reales se han apreciado significativamente en muchas EME, contrarrestando la relajación de las condiciones monetarias provocada por las bajas tasas de interés reales (véase el Gráfico III.8, panel derecho).

Las fuertes intervenciones en los mercados cambiarios...

La preocupación por las presiones apreciadoras sobre el tipo de cambio también ha motivado intervenciones contundentes y prolongadas en los mercados cambiarios, como evidencia el aumento de las reservas en moneda extranjera. Éstas se incrementaron en más de un billón de dólares en las EME en 2007 (frente a los 620.000 millones de 2006) para situarse por encima de los cuatro billones a final de año, y continuaron creciendo con rapidez en los primeros meses de 2008. Estos aumentos fueron considerables en muchas de estas economías, como Brasil, China, la India y Rusia (véase el Gráfico III.9, panel izquierdo, y el Capítulo V).

... afectan al balance de los bancos...

Ceteris paribus, esta acumulación de reservas tiende a incrementar la base monetaria y a relajar las condiciones monetarias. Para evitar dicha relajación, los bancos centrales toman medidas a fin de limitar o «esterilizar»



¹ En porcentaje. Para China, tasa de interés de préstamo a un año; para Singapur y Venezuela, tasas del mercado monetario. ² En términos de precios de consumo. ³ En términos efectivos; 2006 = 100; un incremento indica una apreciación. ⁴ Mediana de las economías del grupo. ⁵ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). ⁶ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁷ Arabia Saudita, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

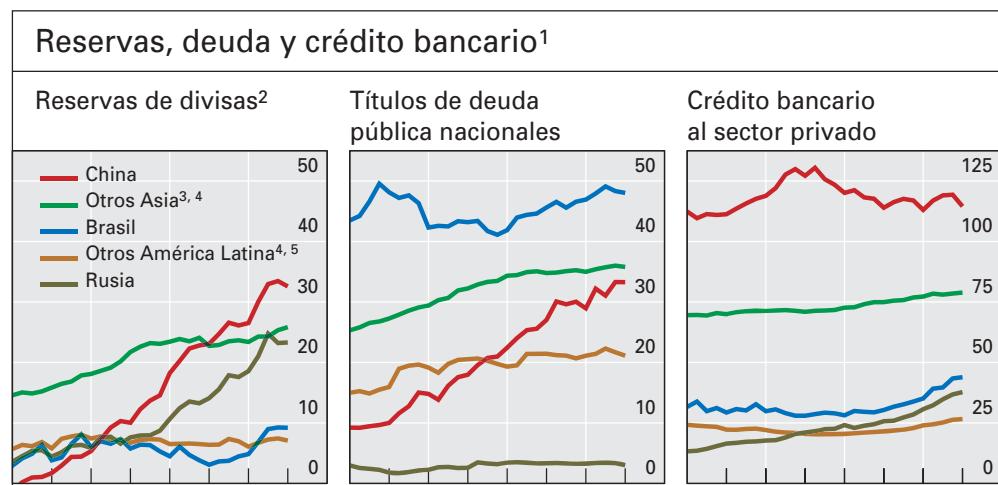
Fuentes: FMI; Bloomberg; BPI.

Gráfico III.8

el impacto monetario de sus intervenciones en los mercados cambiarios. Al efecto, muchas EME han recurrido a la emisión de deuda a distintos plazos (y en algunos casos, entre los que destacan China y la India, al aumento de las exigencias de reservas bancarias). Sin embargo, la esterilización casi nunca es completa y normalmente se produce cierta relajación de las condiciones monetarias o crediticias. De hecho, los balances de los bancos comerciales locales de algunas EME se han expandido enormemente, en algunos casos como consecuencia de incrementos de sus reservas en el banco central que podrían deberse a las reducidas tasas de interés ya mencionadas. Además, los balances han ganado liquidez, a medida que aumentaban los títulos de deuda pública en manos de los bancos. Todo ello ha contribuido al significativo aumento del crédito bancario al sector privado, que ha igualado o superado el intenso crecimiento del PIB nominal (véase el Gráfico III.9, panel derecho). Por ejemplo, entre 2005 y 2007, el crédito al sector privado creció en América Latina a una tasa anual media del 29%, del 25% en la India y del 17% en China.

Además de afectar a las carteras de los bancos comerciales, esta enorme expansión de las reservas de divisas ha incrementado la exposición de los bancos centrales (o de los gobiernos) a pérdidas asociadas a las variaciones de los tipos de cambio y de los diferenciales entre las tasas de interés locales y en el extranjero. La significativa caída de las tasas de los fondos federales de Estados Unidos desde la segunda mitad de 2007 ha ampliado el diferencial entre las tasas de interés locales y las estadounidenses, lo que implica que muchos bancos centrales registran pérdidas corrientes en sus reservas en moneda extranjera financiadas con la emisión de títulos nacionales. En abril de 2008, la mediana del diferencial de tasas de interés había subido hasta 1,1 puntos porcentuales en Asia emergente, 7,5 puntos porcentuales en América Latina y 6,6 puntos porcentuales en el resto de las EME. Además, la brusca depreciación del dólar frente a las divisas de muchas de ellas ha provocado pérdidas contables en las reservas denominadas en moneda

... y exponen a los bancos centrales a riesgos de tasa de interés y de divisas



¹ En porcentaje del PIB. ² Netas de moneda. ³ Corea, Hong Kong RAE, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). ⁴ Media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ⁵ Argentina, Chile, Colombia, México y Perú.

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

Gráfico III.9

extranjera. Incluso asumiendo cierta diversificación en su composición para contar con la fortaleza del euro, los efectos de valoración desde agosto del año pasado han debido de ser considerables. Estas pérdidas pueden complicar aún más los esfuerzos por endurecer la política monetaria en respuesta a la creciente inflación.

Mayor flexibilidad cambiaria

Varias EME han respondido a las presiones derivadas de las voluminosas entradas de capital permitiendo una mayor flexibilidad al tipo de cambio (véase el Gráfico III.10), lo que ha contribuido a la desinflación. En algunos casos, también parece haber desincentivado las entradas especulativas de capital a corto plazo (por ejemplo, en Polonia, Sudáfrica y Turquía) al exponer a los agentes del mercado a riesgos de subidas y bajadas del tipo de cambio. Por el contrario, en otros países (como Eslovaquia, Indonesia y la República Checa) la apreciación de la moneda parece deberse a entradas de capital adicionales, presumiblemente al esperarse que continúen estas apreciaciones.

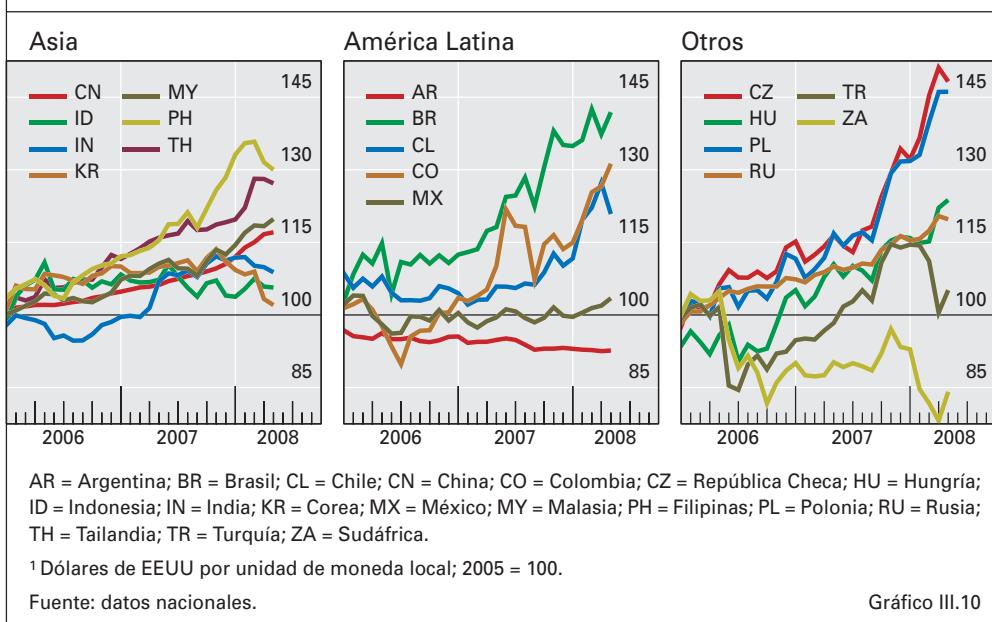
Se relajan los controles a las salidas de capital y se aplican algunos controles a las entradas

Numerosos países han aplicado medidas sobre la cuenta de capital para contrarrestar las presiones que generan las entradas de capital. Algunos de ellos han relajado los controles sobre las salidas de capital; por ejemplo, China, la India y Rusia siguieron liberalizando en 2007 las inversiones de residentes en valores extranjeros. Así, esta medida parece haber motivado en parte el reciente auge de las inversiones del sector privado chino en títulos de deuda extranjeros. En algunos casos, se han vuelto a introducir controles selectivos sobre las entradas de capital (por ejemplo en Brasil y Colombia). Sin embargo, la mayoría de países ha dudado en hacerlo ante las distorsiones microeconómicas que éstos causan. De hecho, en marzo de 2008 Tailandia eliminó los controles sobre las entradas de capital que había instaurado en 2006.

Política fiscal anticíclica

Otra forma de contener las presiones expansivas motivadas por grandes entradas de capital sería una política fiscal más restrictiva. Sin embargo, esta medida podría provocar dos efectos contrapuestos sobre el tipo de cambio. Por un lado, conforme se ralentizara la demanda agregada en respuesta a la consolidación fiscal, las tasas de interés podrían caer, lo que desincentivaría las entradas de capital. Por otro lado, en aquellos países cuyos fundamentos económicos no fueran especialmente sólidos, el endurecimiento de la política fiscal podría reducir la prima de riesgo del país, lo que reforzaría su moneda y atraería nuevas entradas de capital. Posiblemente por la importancia relativa de estos efectos, el recurso a la consolidación fiscal para atenuar las presiones apreciadoras sobre los tipos de cambio ha variado mucho entre países. En Chile, por ejemplo, los incrementos del gasto público han seguido una regla fiscal que fija una meta para el superávit fiscal estructural y obliga a invertir en el extranjero cualquier superávit excedente (que puede ser considerable cuando los precios del cobre son altos). De manera similar, algunos países exportadores de petróleo han utilizado fondos de estabilización para gestionar los crecientes ingresos procedentes del crudo. Aparte de los países exportadores de materias primas y de algunos con régimen de tipo de cambio fijo, pocos han optado por imprimir un sesgo restrictivo a su política fiscal en respuesta al aumento de las entradas de capital. De hecho, el crecimiento real del gasto

Evolución de los tipos de cambio¹



público se ha acelerado en los últimos años en Indonesia, Tailandia, América Latina y Europa central.

Por el contrario, las medidas prudenciales y de supervisión se han utilizado ampliamente para gestionar el impacto de las entradas de capital sobre la solidez bancaria y, en términos más generales, para contrarrestar los efectos sobre el sistema financiero nacional del rápido crecimiento del crédito y del aumento de precio de los activos (en particular, la vivienda). Varios bancos centrales de Asia emergente han utilizado instrumentos de política prudencial tales como menores relaciones préstamo-valor (China y Corea), mayores requerimientos de capital y provisiones (la India) y criterios de préstamo más exigentes (Corea), para compensar los efectos de las entradas de capital sobre el sector bancario. Los países de Europa central y oriental han desplegado con cierto éxito un conjunto de medidas para mitigar la repercusión de las entradas de capital intermediadas por los bancos. Entre dichas medidas se encuentran una mayor ponderación del riesgo en los préstamos en moneda extranjera, el endurecimiento de los requisitos de liquidez en divisas y menores límites en las posiciones abiertas en moneda extranjera, así como mayores exigencias en materia de comunicación de información e intensificación de la supervisión de bancos y otras instituciones financieras. En ocasiones, estas medidas se han combinado con otros instrumentos de política monetaria más tradicionales, como el incremento de los requerimientos de reservas y la ampliación de su cobertura.

Medidas prudenciales para proteger los sistemas financieros

Vulnerabilidad de las economías de mercado emergentes

Es probable que la convulsión en el sistema financiero internacional y la ralentización en Estados Unidos menoscaben las previsiones económicas de las EME, aunque la pregunta entonces sería en qué medida.

De momento, todo va bien

Las previsiones de crecimiento son sólidas...

... pero deben interpretarse con cautela

Las cotizaciones presentan un panorama variopinto

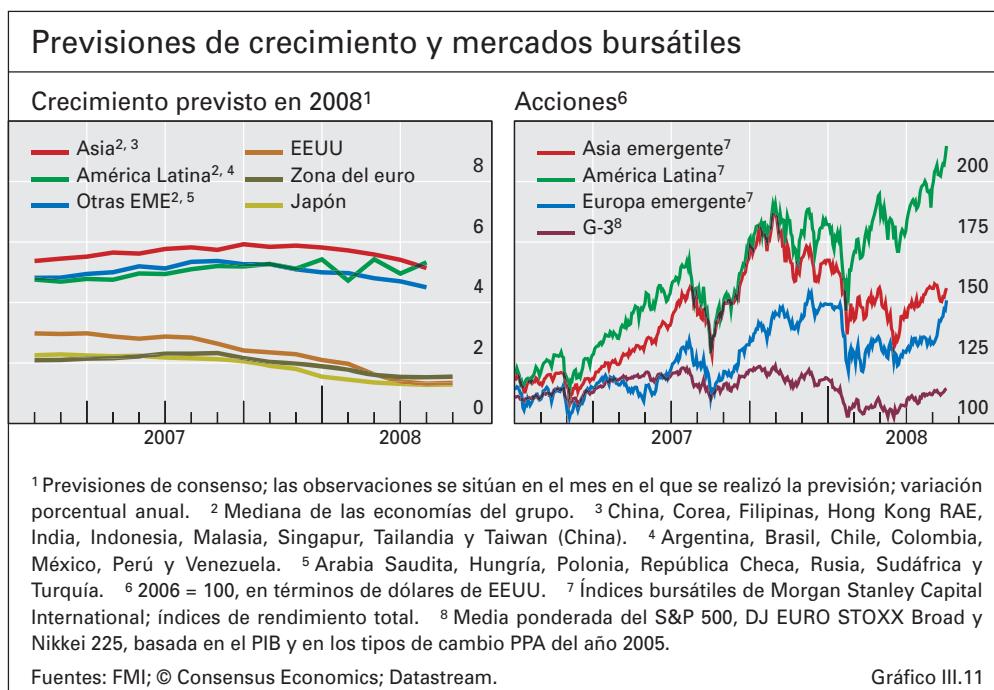
En 2001, el crecimiento de las EME fue inferior a la media

En mayo de 2008, la mayoría de los analistas todavía era optimista acerca de las perspectivas de crecimiento a corto plazo para las EME. Aunque las previsiones de consenso para el crecimiento de 2008 se han reducido en los últimos meses, todavía prevén un importante grado de resistencia. Mientras que la previsión para el crecimiento de Estados Unidos en 2008 se ha recortado en aproximadamente 1 punto porcentual desde septiembre de 2007, la mediana de las previsiones de crecimiento de las EME se ha reducido sólo 0,2 puntos porcentuales en el mismo periodo (véase el Gráfico III.11, panel izquierdo). La previsión de crecimiento de las EME para 2008, que se sitúa en el 6,7%, no está muy por debajo de la media del periodo 2003–06. Por regiones, las previsiones se han rebajado para Asia y otros mercados emergentes, mientras que se han mantenido estables para América Latina.

En cualquier caso, las previsiones de consenso no suelen acertar con los puntos de inflexión del ciclo económico y fallan por un margen mayor cuando la desaceleración es especialmente pronunciada (por ejemplo, en épocas de crisis). Por tanto, si los acontecimientos mundiales fueran a causar una severa desaceleración económica en las EME, es posible que las previsiones de consenso no la predijeran.

Los mercados bursátiles emiten señales dispares sobre las perspectivas de las EME. A finales de 2007 y principios de 2008, las bolsas se debilitaron, aun cuando los elevados precios de las materias primas favorecieron a algunas regiones, como por ejemplo América Latina (véase el Gráfico III.11, panel derecho).

La experiencia de la ralentización estadounidense en 2001 sugiere que los riesgos bajistas para el crecimiento de las EME podrían ser sustanciales. Durante ese periodo, con el estallido de la burbuja tecnológica, el crecimiento



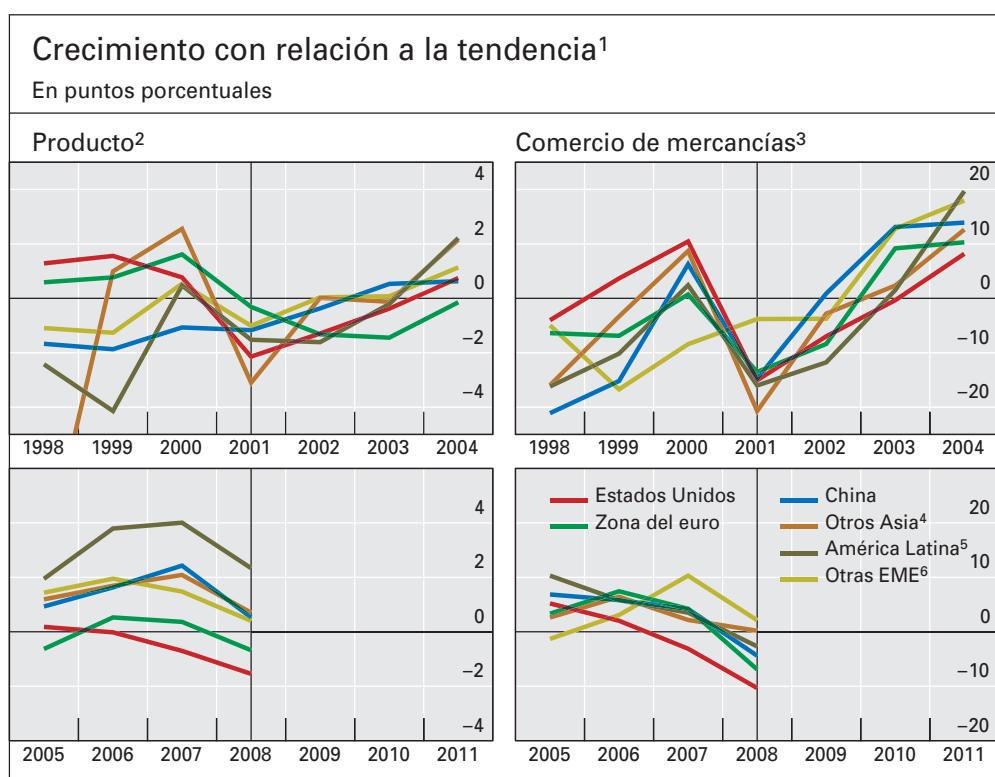
de Estados Unidos descendió hasta dos puntos porcentuales por debajo de la media. Al mismo tiempo, el crecimiento de las importaciones estadounidenses fue 15 puntos porcentuales inferior a la media. Las exportaciones de las EME se vieron muy afectadas, especialmente las de aquellos países de Asia oriental cuyas exportaciones estaban especializadas en el sector tecnológico (véase el Gráfico III.12, paneles superiores). Durante este episodio, una tasa de crecimiento en Estados Unidos de 1 punto porcentual por debajo de la media llevó asociada tasas de 0,6 puntos porcentuales inferiores a la media en China e incluso menores en otras economías asiáticas. En América Latina, los correspondientes descensos variaron entre 0,7 y 1,8 puntos porcentuales.

Sin embargo, la experiencia de 2001 parece por ahora muy diferente a la situación actual. En el momento de la recesión estadounidense de 2001, el ciclo económico de las EME parecía estar muy ligado al de Estados Unidos. Por el contrario, la presente desaceleración parece asociarse, de momento, a un descenso mucho menor del crecimiento en las EME. De hecho, el crecimiento de estas economías ha permanecido por encima de la media, aunque se ha moderado (véase el Gráfico III.12, panel inferior izquierdo), mientras que el de Estados Unidos se ha ralentizado.

Pueden ofrecerse dos explicaciones para estas diferencias en la evolución del crecimiento entre los dos períodos. La primera es que, en contraste con lo ocurrido entonces, las exportaciones de las EME permanecieron en 2007 por

En la actualidad el crecimiento se mantiene por encima de la media...

... apoyado por las fuertes exportaciones...



¹ Desviación con respecto al crecimiento anual medio entre 1998 y 2007; mediana de las economías de cada grupo; estimaciones y previsiones de consenso para 2008. ² Crecimiento del PIB real. ³ Crecimiento de las exportaciones nominales; para Estados Unidos y la zona del euro, importaciones nominales. ⁴ Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán (China). ⁵ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁶ Hungría, Polonia, República Checa, Sudáfrica y Turquía.

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

Gráfico III.12

encima de sus tasas medias (véase el Gráfico III.12, panel inferior derecho), aunque el crecimiento de las importaciones estadounidenses fuera inferior a la media. En cualquier caso, como se comenta más adelante, aún son posibles consecuencias más severas.

... y por la demanda interna

La segunda es que, recientemente, las EME han podido contrarrestar mejor los efectos de la menor demanda de sus exportaciones estimulando la demanda interna (véase el Gráfico III.1). En comparación con 2001, el gasto en consumo privado ha crecido con mayor fuerza en las economías emergentes de Asia y América Latina. La contribución del gasto de inversión al crecimiento pasó de ser negativa en 2001 a muy positiva en 2007 en Asia, América Latina y Europa central. Por tanto, parece observarse cierto dinamismo en el crecimiento de la demanda interna en la mayoría de las regiones con economías de mercado emergentes. Esto puede explicar en cierta medida que investigaciones recientes apunten a que, pese a la creciente globalización, se ha reducido el impacto de la actividad económica de los países industriales avanzados sobre las EME.

Cabe identificar tres vulnerabilidades

Aunque las previsiones de crecimiento para las EME en 2008 se mantienen firmes, podrían tambalearse (véase más adelante). Primero, las exportaciones de estas economías pueden debilitarse, posiblemente más de lo que anticipan las últimas previsiones de consenso. Segundo, puede verse restringida su capacidad para impulsar la demanda interna en respuesta a un potencial descenso de las exportaciones. Tercero, las EME con elevados déficits por cuenta corriente y considerable deuda a corto plazo, al igual que aquéllas que dependen sobremanera de la financiación bancaria transfronteriza, pueden ser vulnerables a una reversión de los flujos de capital.

Resistencia de las exportaciones de las EME

Las exportaciones de las EME son vulnerables...

Las exportaciones de las EME podrían verse afectadas significativamente si la ralentización económica de Estados Unidos se acentúa. Cabe aducir al menos tres razones para ello.

En primer lugar, el mercado estadounidense continúa siendo importante para los exportadores de las EME. Por ejemplo, aunque se ha reducido la cuota representada por Estados Unidos en las exportaciones de Asia emergente (excluida China), sigue siendo suficientemente grande (en 2007 estaba comprendida entre el 10% en el caso de Singapur y el 18% en el de Malasia) como para garantizar que las exportaciones totales se vean afectadas sustancialmente por un brusco descenso de la demanda estadounidense. Por su parte, el porcentaje de las exportaciones chinas absorbidas por Estados Unidos ronda el 20%. Además de reducir la demanda directa de exportaciones de China, una ralentización estadounidense podría disminuir también las importaciones chinas de bienes intermedios y materias primas de otras EME necesarios para fabricar sus productos de exportación. Aunque China podría compensar dicho efecto contractivo impulsando su propia demanda interna (véase más adelante), el *Informe Anual* del año pasado ya advertía que China ha tendido a importar relativamente poco desde otras EME (particularmente en Asia) para satisfacer su propia demanda interna. Así pues, esta reacción no serviría de mucho.

Los acontecimientos recientes atenúan estas preocupaciones pero no las disipan. Por ejemplo, entre septiembre de 2007 y febrero de 2008, el total de importaciones chinas (en dólares de Estados Unidos) se aceleró del 16% al 35% como consecuencia del fuerte aumento del componente para comercio ordinario, que está más relacionado con la demanda interna de China. Al mismo tiempo, cayó el crecimiento de importaciones para comercio de transformación, que están directamente vinculadas con las exportaciones de este país (véase el Gráfico III.13, panel izquierdo). Es cierto que, durante este período, el crecimiento de las importaciones chinas procedentes de Asia aumentó, pero a un ritmo mucho menor que el de aquellas procedentes de países exportadores de petróleo o de América Latina (véase el Gráfico III.13, panel derecho). Dado que estas cifras hacen referencia al valor de las importaciones en dólares, deberían interpretarse con cautela. En cualquier caso, apuntan a que los exportadores de Asia emergente podrían beneficiarse relativamente menos del crecimiento de las importaciones de China, excluidos los bienes intermedios. En términos más generales, el crecimiento de las importaciones chinas podría frenarse drásticamente en caso de que la economía estadounidense siguiera debilitándose, con las consiguientes consecuencias negativas para sus socios comerciales. Este riesgo queda subrayado por la marcada desaceleración de las importaciones de China en marzo.

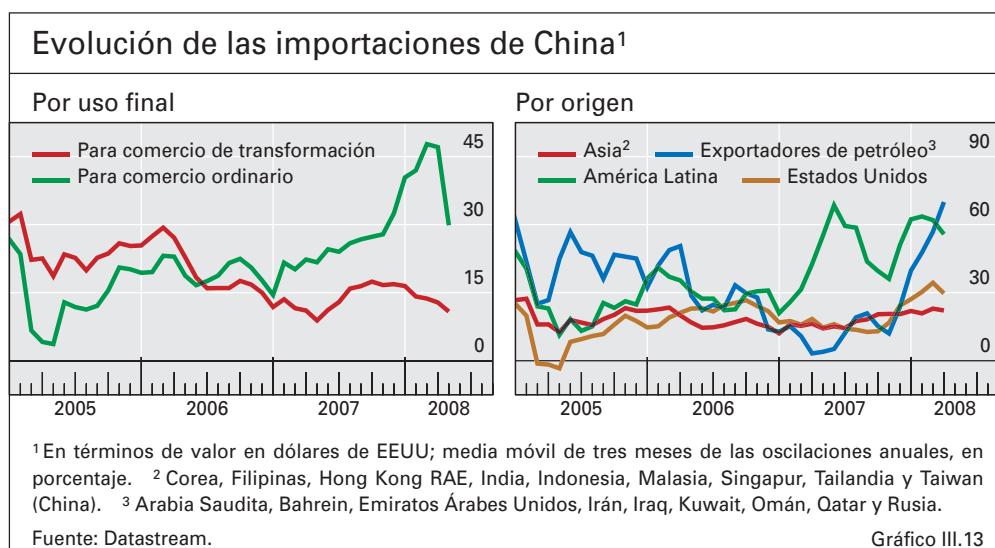
Las exportaciones de las EME también están siendo respaldadas por el mayor dinamismo del crecimiento y las importaciones de la UE observado hasta ahora en comparación con 2001. Por tanto, cualquier deterioro sustancial de las perspectivas de crecimiento para Europa podría afectar negativamente a las EME (véase el Capítulo II).

En segundo lugar, la demanda estadounidense podría caer precisamente en aquellos sectores en los que las EME están muy especializadas, como ocurrió con las exportaciones asiáticas del sector informático durante la recesión de Estados Unidos en 2001. Aunque por el momento la desaceleración se ha centrado en el sector inmobiliario, la caída de la demanda en Estados Unidos

... y China puede ayudar sólo parcialmente

Riesgos si Europa frenase su crecimiento

Los exportadores de bienes finales son vulnerables...



podría reducir sus importaciones de bienes finales fabricados en las EME. Esta preocupación se agrava por la disminución de la inversión fija en el sector inmobiliario no residencial estadounidense en el primer trimestre de 2008. Sin duda, los datos generales son de momento favorables: el valor de las importaciones de Estados Unidos, tanto totales como procedentes de EME, creció hasta el primer trimestre de 2008, si bien ha caído en algunos sectores que representan las mayores exportaciones de las EME. Así ha ocurrido por ejemplo con las de ciertos productos informáticos que son importantes para la economía de algunos países de Asia oriental (por ejemplo, Corea, Malasia y Singapur). La demanda de bienes de consumo tales como juguetes y de ciertos vehículos pesados también se ha frenado, lo que ha afectado a productores de algunas EME, como China y México. Como ya se ha comentado, una desaceleración más pronunciada en Estados Unidos, unida a un menor crecimiento en otras economías industriales avanzadas, podría derivar también en el abaratamiento de las materias primas, lo que ralentizaría el crecimiento de los países que los exportan en África, América Latina y Oriente Medio.

... y la depreciación del dólar plantea riesgos

En tercer lugar, la depreciación del dólar podría exacerbar el impacto contractivo de una desaceleración de Estados Unidos sobre las exportaciones netas de las EME. Aunque la apreciación del dólar frente a monedas de las EME en 2001 alivió el impacto de la recesión estadounidense sobre estas economías, desde julio de 2007 el dólar se ha depreciado considerablemente frente a estas monedas y podría seguir haciéndolo. Además, varias monedas de economías de mercado emergentes han permanecido estables o se han depreciado en términos efectivos (véase el Gráfico V.2 del Capítulo V), lo que apunta a una apreciación en el futuro.

Resistencia de la demanda interna

Pese a la creciente importancia antes mencionada de la demanda interna para el crecimiento de las EME, la coyuntura económica mundial aún plantea algunos riesgos, dado que los incrementos en el consumo o la inversión para compensar una desaceleración económica podrían verse limitados por una serie de factores.

Una disminución de las exportaciones podría reducir la demanda interna

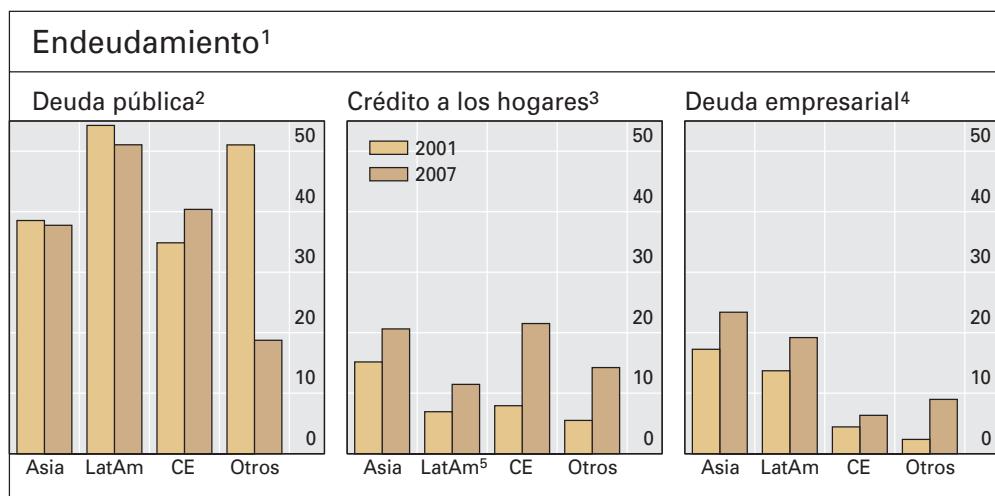
Un primer riesgo es que una menor demanda de exportaciones, al rebajar las previsiones de rentabilidad e ingresos, reduzca también el gasto de consumo e inversión. En el caso de las economías familiares, la contracción de la renta se ve agravada por el repunte inflacionista, en especial en países importadores de materias primas. Además, la experiencia reciente apunta a que las EME podrían tener dificultades para generar la inversión necesaria para contrarrestar una desaceleración del crecimiento del PIB. En algunos países donde el gasto de inversión ha sido fuerte, especialmente en China, preocupa la posibilidad de una sobreinversión. En otras EME, el crecimiento de la inversión no ha excedido, en general, al crecimiento del PIB, ni siquiera durante las etapas de expansión. Desde finales de los años 90, esta relación se ha incrementado tan sólo ligeramente en Asia emergente excluidas China y la India (su media ronda el 24%, mientras que en China supera el 40%) y en América Latina (con una media en torno al 20%).

Otro riesgo es que el endurecimiento de las condiciones de financiación pueda limitar el gasto. Aunque la deuda pública en porcentaje del PIB se ha reducido en general en esta década (véase el Gráfico III.14, panel izquierdo) y los balances públicos han mejorado en la mayoría de las EME, las posiciones fiscales empeorarían en caso de desaceleración económica, y además la mediana del nivel de deuda pública de las EME todavía es alta, en torno al 38% del PIB. El encarecimiento del crudo también está perjudicando la posición fiscal de algunas EME que subvencionan la energía, lo que podría limitar el margen para utilizar políticas fiscales anticíclicas en el caso de una brusca desaceleración. En este contexto, los diferenciales de la deuda soberana permanecen por debajo de los niveles observados en episodios anteriores de turbulencia financiera, aunque son significativamente más amplios que los registrados en el primer semestre de 2007 (véase el Capítulo VI), lo que entraña el riesgo de que las restricciones de financiación se hagan explícitas.

El endeudamiento familiar y empresarial ha crecido desde 2001 (véase el Gráfico III.14, paneles central y derecho). Aunque los niveles de deuda parecen sostenibles de momento, un endurecimiento de las condiciones de financiación podría limitar la capacidad de aumentar el consumo o la inversión. En algunos países, las bajas tasas de endeudamiento se deben en realidad a la falta de desarrollo financiero y de acceso al crédito por parte de las familias, lo que en cualquier caso limitaría su capacidad de endeudarse para incrementar el gasto. En otros países, donde ha mejorado el acceso de las economías familiares al crédito, su intenso crecimiento en los últimos años plantea riesgos (véase más adelante). En lo que al sector empresarial se refiere, los diferenciales de los bonos corporativos en varias EME se han ampliado últimamente más que los de deuda soberana, lo que indica que algunos prestatarios empiezan a

El margen para el estímulo fiscal es limitado en algunos casos...

... y el creciente endeudamiento privado podría suponer un reto



Asia = China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Taiwan (China) y Tailandia; CE = Europa central: Hungría, Polonia y República Checa; LatAm = América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; Otros = Rusia, Sudáfrica y Turquía.

¹ En porcentaje del PIB; media ponderada de las economías enumeradas, basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA del año 2005. ² Deuda bruta, excepto para China: deuda neta. ³ Crédito bancario a los hogares. ⁴ Títulos de deuda emitidos por entidades financieras y empresas. ⁵ Argentina, Brasil, Chile y México.

Fuentes: FMI; CEIC; datos nacionales.

Gráfico III.14

encontrar condiciones de financiación más duras, tras muchos años de fácil acceso al crédito.

Vulnerabilidad frente a una reversión de los flujos de capital

Cierta vulnerabilidad ante reverisiones de los flujos de capital

A pesar de un cierto endurecimiento de las condiciones de financiación externas, las EME en su conjunto, con mejores fundamentos, abundantes reservas y abultados superávits por cuenta corriente, parecen hoy menos vulnerables a una reversión de los flujos de capital, aunque aún existen dos tipos de vulnerabilidad destacables. Primero, las EME con elevados déficits por cuenta corriente y una alta proporción de deuda externa a corto plazo podrían toparse con dificultades para conseguir financiación externa si se endurecieran aún más las condiciones crediticias internacionales. Segundo, las EME que dependen en gran medida del crédito bancario transfronterizo son vulnerables a la retirada de esta financiación por los problemas que atraviesan las entidades bancarias, ya sea en las economías industriales avanzadas o a nivel local (véase el Capítulo VII).

Los países a los que les resultaría especialmente difícil conseguir financiación externa si se endureciesen las condiciones de financiación internacionales serían los de la región del Báltico y el sudeste europeo. Estas economías tienen abultados déficits por cuenta corriente, de los que aproximadamente sólo la mitad están cubiertos por IED, considerada habitualmente como la forma de financiación externa más estable (véase el Cuadro III.4). Además, soportan el lastre de una elevada proporción de deuda externa a corto plazo (en promedio, el 120% de las reservas de divisas).

Indicadores de vulnerabilidad externa, 2007

	Balanza por cuenta corriente ¹	Entradas netas de IED ¹	Entradas netas de inversión de cartera ¹	Otras entradas de inversión netas ^{1, 2}	Deuda externa a corto plazo ³	Activos transfronterizos ⁴
China	11,1	1,7	0,4	0,6	8,0	4,1
India	-1,8	1,1	2,9	5,3	29,3	21,1
Otros Asia emergente ^{5, 6}	8,6	1,7	-1,7	1,4	44,3	72,8
Brasil	0,3	2,1	2,9	1,0	34,5	11,6
Colombia	-3,8	5,0	0,2	1,3	49,3	17,7
México	-0,8	2,0	0,7	-0,4	38,4	27,2
Otros América Latina ^{6, 7}	4,1	2,0	-2,0	-0,3	56,4	32,1
Europa central ^{6, 8}	-4,4	2,3	-1,3	6,2	61,6	55,0
Otros Europa emergente ^{6, 9}	-14,6	7,6	-0,9	11,8	119,2	75,8
Rusia	5,9	0,3	-0,2	7,0	20,5	55,0
Oriente Medio ^{6, 10}	14,9	0,9	-3,8	-1,8	52,6	61,4
Sudáfrica	-7,3	0,9	4,2	2,6	55,1	14,8

¹ En porcentaje del PIB. ² Bancos y otros sectores. ³ En porcentaje de las reservas de divisas. ⁴ Posiciones externas de los bancos que participan en las estadísticas del BPI frente a los países enumerados, en función del país de residencia; cantidades en circulación en porcentaje del crédito interno. ⁵ Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia. ⁶ Medias simples de los coeficientes de las economías enumeradas. ⁷ Argentina, Chile, Perú y Venezuela. ⁸ Eslovaquia, Eslovenia, Hungría, Polonia y República Checa. ⁹ Bulgaria, Croacia, Estonia, Letonia, Lituania, Rumania y Turquía. ¹⁰ Israel y Arabia Saudita.

Fuentes: FMI; estadísticas territoriales bancarias y de valores del BPI.

Cuadro III.4

Es más, los préstamos transfronterizos representan allí, de media, el 76% del crédito interno. Sudáfrica también se halla en una situación relativamente vulnerable, con un déficit por cuenta corriente superior al 7% del PIB y una elevada dependencia de las entradas de inversión en cartera.

En vista de la convulsión en la que están inmersos los bancos en las economías industriales avanzadas, la segunda vulnerabilidad importante que puede afectar a algunas EME es la sostenibilidad de las entradas de capital intermediadas por los bancos. Históricamente, los flujos bancarios han sufrido bruscas reversiones periódicas, como a principios de los años 80 en América Latina y en 1997-98 en Asia emergente. Aunque en numerosas EME la financiación de gran parte del crédito interno proviene del exterior, su porcentaje es menor hoy que en el pasado. Esto se debe en parte a que las filiales de bancos de titularidad extranjera cada vez se financian más en el mercado local y dependen menos del crédito transfronterizo «puro».

Como ya se mencionó, Europa central y oriental constituye una excepción. Esta región difiere significativamente de muchas EME en que su endeudamiento externo está creciendo en paralelo a la rápida integración económica y financiera con la zona del euro y en que sus sistemas bancarios son mayoritariamente de propiedad extranjera (al igual que en México). La mayoría de las matrices de bancos occidentales parecen tener previsto continuar financiando a sus filiales en esta región, reduciendo paulatinamente el crédito en aquellas economías que dan muestra de recalentamiento. Además, los bancos suecos, austriacos e italianos con fuerte presencia en la zona tienden a adoptar una perspectiva de largo plazo ante las oportunidades de crecimiento en esta región y, en consecuencia, procuran proteger su posición en esos mercados.

Sin embargo, eventuales problemas, ya sea en los mercados de las matrices o en los de las economías emergentes donde se ubican sus filiales, podrían reducir o incluso revertir las entradas de capital. Por ejemplo, aunque las principales matrices de los bancos en ECO aún no han experimentado pérdidas importantes derivadas de las hipotecas estadounidenses de alto riesgo o de los productos estructurados, obtienen una parte sustancial de su financiación en moneda extranjera en los mercados al por mayor internacionales. Así, los bancos suecos toman prestados euros y que a su vez prestan a sus filiales en los estados bálticos, mientras que los bancos austriacos e italianos se endeudan en francos suizos y prestan estos fondos a sus filiales en el centro y sureste de Europa. Si estos mercados al por mayor se agotaran, los principales proveedores de financiación externa a Europa emergente tendrían problemas para obtener fondos, y en esta zona son escasas las fuentes alternativas de financiación bancaria. Además, los bancos de titularidad nacional tienen capacidad limitada para captar fondos en el exterior e incluso aquellos que lo consiguen (por ejemplo, los bancos rusos) han visto reducirse drásticamente su financiación desde agosto de 2007. Internamente, desde hace bastantes años, el crecimiento de los depósitos va muy por detrás del crecimiento del crédito en la mayoría de los países de ECO lo que llevó a los bancos de esta zona a buscar financiación en el extranjero.

Los flujos bancarios de entrada podrían revertir...

... si las matrices se enfrentan a problemas de financiación

Grandes bancos multinacionales en países pequeños

Los riesgos relacionados con los flujos bancarios en los países de ECO se ven acentuados por el hecho de que la exposición de un banco matriz a un país anfitrión suele representar una fracción de su cartera de préstamos internacionales mucho menor de lo que supone la exposición del país anfitrión a una determinada matriz. Así, cualquier cambio en los criterios de concesión de crédito, de escasa importancia desde el punto de vista del banco matriz, puede tener un impacto importante en la estabilidad macroeconómica y financiera del país anfitrión (véase el Capítulo VII del 77º *Informe Anual*).

Puede que se haya subestimado el riesgo de crédito

Las entradas de capital intermediadas por bancos podrían verse afectadas por otras vías, tanto en ECO como en otras regiones emergentes. El crédito bancario al sector privado ha aumentado drásticamente en los últimos cinco años (7 puntos porcentuales acumulados del PIB en América Latina y 30 puntos porcentuales en ECO). Un desarrollo tan rápido podría haber superado la capacidad de las instituciones para evaluar y supervisar el crédito de forma efectiva, por ejemplo por falta de personal cualificado o por deficiencias institucionales que hagan difícil para los bancos realizar estimaciones fiables del riesgo de crédito o de las rentabilidades ajustadas por el riesgo, o hacer valer las garantías. En tal caso, los bancos tendrían que aumentar su dotación de provisiones cuando finalmente reconocieran que han subestimado los riesgos. Esto podría llevar a la dirección de los bancos a la conclusión de que los objetivos de rentabilidad sobre recursos propios (que normalmente son bastante ambiciosos en las EME) no pueden conseguirse, con lo que podrían limitar el crecimiento del crédito, posiblemente de forma muy repentina.

Los riesgos proceden del encarecimiento de la vivienda...

Los bancos que operan en las economías emergentes también se enfrentan a los riesgos procedentes de su exposición a los mercados inmobiliarios. Los precios de la vivienda en varias EME de Asia (incluidas China, Hong Kong RAE, India y Singapur), y particularmente en Europa emergente, han aumentado rápidamente en los últimos años. Si la calidad de los activos se deteriorase significativamente, los controles de riesgo internos de los bancos podrían forzar una reducción drástica del crédito para proteger su capital.

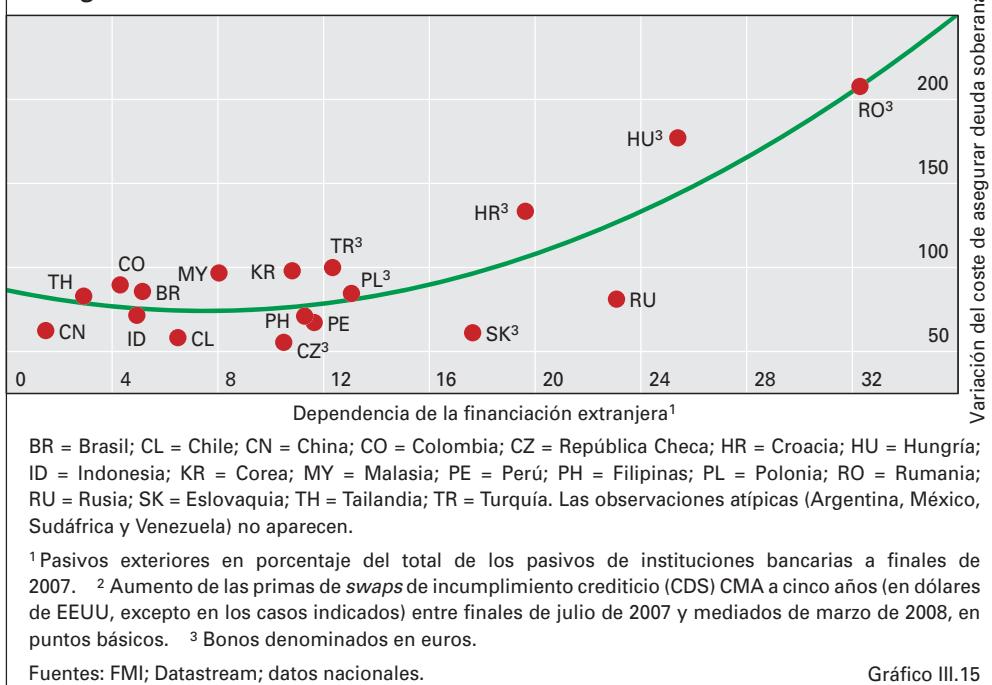
... y de los descalces de monedas

Una interrupción súbita de las entradas de capital podría dar lugar a importantes correcciones en los tipos de cambio, lo que podría tener considerables efectos sobre los balances y la riqueza en países con pasivos significativos en moneda extranjera y sin cobertura. Los más vulnerables en tal caso serían de nuevo los países de ECO, que se han endeudado fuertemente en el extranjero y donde una gran parte del crecimiento reciente del crédito local se ha denominado en divisas. Esta vulnerabilidad se percibe en la correlación positiva que existe entre la evolución del coste de asegurarse frente a un evento de crédito en mercados emergentes (medido por el incremento de los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) sobre la deuda soberana desde finales de julio de 2007) y el grado en que se recurre a la financiación transfronteriza (medido por la proporción de pasivos externos sobre el total de pasivos del sector bancario a finales de 2007) (véase el Gráfico III.15).

Aún no se constata una amplia retirada de las EME

Todavía no hay indicios claros de cambio en el comportamiento de los bancos que prestan a las EME. El crecimiento del crédito se mantuvo relativamente dinámico —aunque ralentizándose— hasta principios de 2008.

Dependencia de la financiación transfronteriza y coste de asegurar la deuda soberana



Tampoco hay pruebas de que los flujos bancarios transfronterizos estén disminuyendo. En Asia emergente y en América Latina, las presiones sobre la financiación exterior continuaron siendo moderadas durante el primer trimestre de 2008, en cierta medida porque gran parte del crecimiento del crédito interno se ha financiado con la expansión de los depósitos locales. El aguante de los sistemas bancarios nacionales, a pesar de las turbulencias financieras mundiales, se manifiesta en la estabilidad de los mercados interbancarios denominados en moneda local. Los indicadores prudenciales como las tasas de suficiencia de capital, de préstamos en mora y de provisiones, pese a ser de carácter retrospectivo, son en su mayoría sólidos y estables en las tres principales regiones con economías de mercado emergentes, lo que brinda cierta amortiguación a sus sistemas bancarios.

Sin embargo, la evolución no ha sido uniforme. Por un lado, el comportamiento de algunos indicadores de mercado (por ejemplo, los diferenciales de los bonos denominados en moneda local en Hungría o los tipos de cambio en Rumanía y Sudáfrica) sugiere que los agentes de mercado empiezan a ser más conscientes de los signos de vulnerabilidad específicos de cada país. Las economías más afectadas por las recientes turbulencias fueron las que tenían mayores desequilibrios internos o externos, o falta de credibilidad en sus políticas, así como aquéllas que habían registrado anteriormente fuertes entradas de capital y una rápida revalorización de sus activos junto a riesgos de recalentamiento (por ejemplo, Rumanía, Rusia, Sudáfrica y Turquía).

Por otro lado, los precios de las materias primas y los factores de oferta siguen favoreciendo a algunas EME. Además, estos últimos factores podrían favorecer nuevas entradas de capital, como por ejemplo la diversificación de

... aunque algunas EME se han visto afectadas

Otras EME podrían recibir nuevas entradas de capital...

las carteras de los inversionistas institucionales en Europa y Norteamérica, la búsqueda de mayor rentabilidad por los inversionistas particulares en Japón y el reciclaje de los superávits procedentes del petróleo por parte de los inversionistas institucionales o soberanos de Oriente Medio. A corto plazo, la creciente preocupación por la calidad de los activos en las economías industriales avanzadas también podría estimular los flujos de cartera hacia algunas EME, sobre todo aquéllas con grandes superávits externos.

... pero las entradas en general hacia las EME pueden reducirse

Sin embargo, una significativa desaceleración económica encabezada por Estados Unidos probablemente debilitaría la mayoría de los flujos de capital hacia los mercados emergentes. Ya se ha reducido la emisión de bonos soberanos y corporativos en los mercados internacionales y los flujos relacionados con las operaciones de *carry trade* que afectan a los mercados emergentes (véase el Capítulo V). Además de reducir las entradas de capital, una ralentización de las economías industriales avanzadas también provocaría un descenso de las remesas de los trabajadores. Esto podría tener consecuencias especialmente notables en países de América Central, Filipinas, la India y México, aumentando así sus necesidades de financiación exterior con respecto a los últimos años cuando las circunstancias eran más holgadas.

IV. La política monetaria en las economías industriales avanzadas

Aspectos más destacados

La política monetaria en las economías industriales avanzadas debió hacer frente a dos desafíos contradictorios durante el periodo analizado. Por una parte, las tensiones en los mercados financieros amenazaban con extenderse a la economía real a través de la restricción de las condiciones de crediticias y el deterioro de los indicadores de confianza. Sin la intervención de otros factores, esto exigiría una reducción de las tasas de interés para compensar el lastre sobre la demanda agregada. Por otra parte, las presiones inflacionistas provocadas por el encarecimiento de las materias primas, junto con una elevada utilización de la capacidad productiva y las tensiones en los mercados de trabajo en muchas economías, amenazaban con repercutir en las expectativas de inflación a más largo plazo, exigiendo así una política monetaria más restrictiva.

Estos retos se manifestaron de forma distinta según el país y la región, lo que explica al menos en parte por qué los bancos centrales los afrontaron de forma diferente (véase el Cuadro IV.1). En Estados Unidos, la debilidad del sector vivienda y la resultante convulsión financiera empañaron considerablemente las perspectivas de crecimiento. La Reserva Federal reaccionó de forma enérgica rebajando la tasa objetivo de los fondos federales en varias ocasiones, del 5,25% en septiembre de 2007 hasta el 2% en abril de 2008. En regiones donde las turbulencias financieras se dejaron sentir menos, la política monetaria se vio influida en mayor medida por la evolución de la inflación. Los bancos centrales de Australia, Noruega, Nueva Zelanda y Suecia siguieron endureciendo su política monetaria. Otro grupo de bancos centrales tomó un camino intermedio. Así, el BCE mantuvo intacta su tasa oficial en el 4% durante todo el periodo, aunque la inflación alcanzó su nivel más alto desde la introducción del euro en 1999. El Banco de Japón también mantuvo su tasa de interés oficial en el 0,5%. El Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra subieron sus tasas oficiales en julio de 2007, pero las redujeron ese mismo año y a comienzos de 2008.

Los cambios en las tasas de interés fueron sólo una de las medidas con las que los bancos centrales respondieron a la alteración de los mercados financieros. Incluso antes de que las turbulencias condujeran a cambios en las tasas oficiales, los bancos centrales de varios países ajustaron sus operaciones para mantener las tasas de referencia cerca de sus objetivos y proporcionar financiación a mercados donde la liquidez se había evaporado. Los distintos tipos de operaciones y los argumentos esgrimidos en cada caso se analizan en el último apartado de este capítulo. La primera parte ofrece una visión general de las decisiones de política monetaria tomadas por los distintos bancos

Proyecciones para tasas de interés oficiales, crecimiento del PIB e inflación						
Tasas de interés oficiales ¹	Efectivas			Esperadas ² para junio de 2008 a:		
	29 junio 07	16 mayo 08	Diferencia	29 junio 07	16 mayo 08	Diferencia
Banco Central Europeo	4,00	4,00	0,00	4,50	4,00	-0,50
Banco de Japón	0,50	0,50	0,00	1,00	0,50	-0,50
Reserva Federal	5,25	2,00	-3,25	6,00	2,00	-4,00
Banco de la Reserva de Australia	6,25	7,25	1,00	6,75	7,25	0,50
Banco de Canadá	4,25	3,00	-1,25	5,25	2,75	-2,50
Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	8,00	8,25	0,25	8,00	8,25	0,25
Banco Central de Noruega	4,50	5,50	1,00	5,75	5,50	-0,25
Sveriges Riksbank	3,50	4,25	0,75	4,25	4,25	0,00
Banco Nacional de Suiza	2,50	2,75	0,25	3,00	2,75	-0,25
Banco de Inglaterra	5,50	5,00	-0,50	6,00	5,00	-1,00
Proyecciones para el crecimiento y la inflación ³	PIB real para 2008 esperado a:			Inflación para 2008 esperada a:		
	Mediados 2007	Mayo 2008 ⁴	Diferencia	Mediados 2007	Mayo 2008 ⁴	Diferencia
Banco Central Europeo	1,8-2,8	1,3-2,1	-0,60	1,4-2,6	2,6-3,2	0,90
Banco de Japón	2,0-2,3	1,4-1,6	-0,65	0,8-1,0	2,4-2,8	1,70
Reserva Federal	2,5-3,0	0,0-1,5	-2,00	1,75-2,0	1,9-2,5	0,33
Banco de la Reserva de Australia	4,25	2,25	-2,00	2,5-3,0	4,50	1,75
Banco de Canadá	2,50	1,40	-1,10	2,10	1,80	-0,30
Banco de la Reserva de Nueva Zelanda	3,10	3,00	-0,10	2,20	3,40	1,20
Banco Central de Noruega	3,75	3,50	-0,25	3,50	3,00	-0,50
Sveriges Riksbank	3,00	2,60	-0,40	2,30	3,50	1,20
Banco Nacional de Suiza	...	1,5-2,0	...	1,50	2,00	0,50
Banco de Inglaterra ⁵	2,54	1,29	-1,25	2,06	3,77	1,71

¹ Para el BCE, tasa mínima de puja de las operaciones principales de financiación; para el Banco de Japón, tasa objetivo para préstamos sin garantías; para la Reserva Federal, tasa objetivo de los fondos federales; para el Banco de la Reserva de Australia, tasa objetivo de contado; para el Banco de Canadá, tasa objetivo a un día; para el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, tasa oficial de contado; para el Banco Central de Noruega, tasa de los depósitos a la vista; para el Sveriges Riksbank, tasa *repo*; para el Banco Nacional de Suiza, punto medio del intervalo objetivo del Libor a tres meses; para el Banco de Inglaterra, tasa oficial. ² Según publica JPMorgan Chase. ³ Publicadas por los bancos centrales. ⁴ O las más recientes disponibles. ⁵ Punto medio del intervalo previsto.

Fuentes: bancos centrales; JPMorgan Chase.

Cuadro IV.1

centrales y describe el contexto en el que se produjeron; la segunda se centra en cuestiones relacionadas con la estrategia de comunicación de los bancos centrales.

Evolución de la política monetaria

La situación a mediados de 2007

Política monetaria cada vez más restrictiva

A mediados de 2007, los bancos centrales estaban en proceso de abandono de las políticas monetarias considerablemente acomodaticias introducidas a principios de la década para adoptar orientaciones más restrictivas. Sin embargo, el momento elegido para el cambio de la política varió en función de la posición cíclica de cada economía.

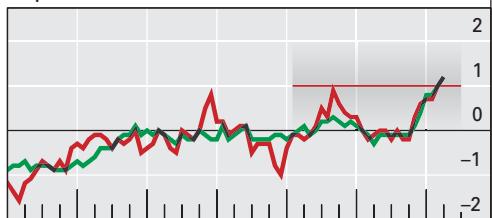
Tasas de inflación¹

En porcentaje

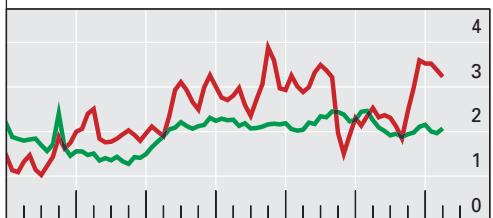
Zona del euro



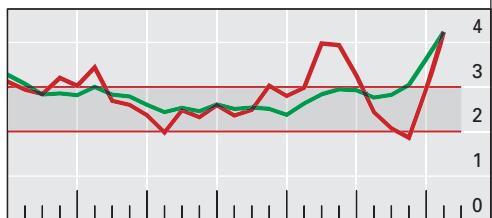
Japón



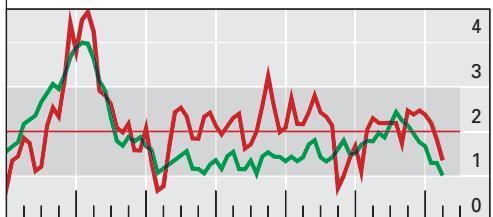
Estados Unidos



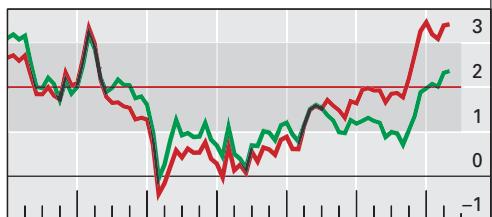
Australia



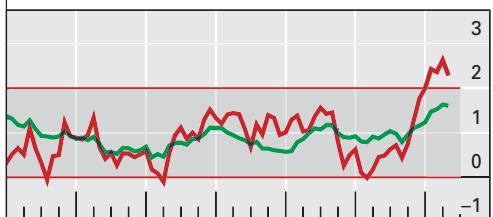
Canadá



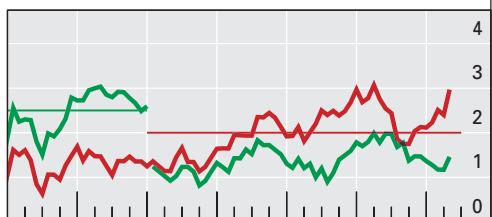
Suecia



Suiza



Reino Unido



¹ Tasas de inflación calculadas como variación porcentual anual. ² Los países que fijan un objetivo para la inflación del IPC son Australia, Canadá, Suecia y, desde diciembre de 2003, el Reino Unido. Para la zona del euro y Suiza, la banda superior del intervalo de estabilidad de precios. Para Japón, el intervalo de estabilidad de precios de medio a largo plazo. ³ Para Australia, promedio de la mediana ponderada del IPC y de la media truncada del IPC; para 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; para la zona del euro, IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía; para Japón, IPC excluidos los alimentos frescos; para Suecia, IPC excluido el pago de intereses de hipotecas para adquisición de vivienda y la incidencia de los cambios de los impuestos indirectos y de las subvenciones; para Suiza, IPC subyacente (método de la media truncada); para el 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); para Estados Unidos, GCP excluido el deflactor de alimentos y energía.

Fuente: datos nacionales.

Gráfico IV.1

El crecimiento del producto en la mayoría de países se consideraba superior a su potencial de largo plazo, aunque se esperaba una moderación en ciertos casos (véase el Capítulo II). Las tasas de inflación habían descendido en su mayoría desde los máximos alcanzados a principios de año (véase el Gráfico IV.1), aunque se esperaba un nuevo repunte en el segundo semestre. En general, los elevados niveles de utilización de la capacidad productiva y las tensiones en los mercados de trabajo, favorecidos por un prolongado periodo

El crecimiento por encima del potencial y las presiones inflacionistas...

de crecimiento por encima del potencial en varios países, aumentaron la inquietud por las presiones inflacionistas.

... junto con el rápido crecimiento monetario y crediticio...

Los posibles riesgos de inflación también se manifestaron a través de las elevadas tasas de crecimiento tanto monetario como crediticio en muchas economías. En la zona del euro, el agregado monetario amplio M3 creció a un ritmo del 12% anualizado en el primer semestre de 2007 y continuó acelerándose. Sin embargo, el incremento de las tasas de interés a corto plazo frenó el crecimiento de M1 y probablemente ayudó a estabilizar el crédito al sector privado, aunque seguía aumentando a una tasa de dos dígitos. Desde la perspectiva de la estrategia del BCE, que asigna un papel destacado a los agregados monetarios, el aumento de M3 apuntaba a riesgos inflacionistas a medio plazo, puesto que esta expansión monetaria no podía obedecer únicamente a los cambios en la composición de las carteras de inversión y a otros factores extraordinarios. En otras economías también se registraron elevadas tasas de crecimiento monetario y crediticio. En Australia, por ejemplo, el crédito comercial avanzó a un ritmo anual del 22% en el primer semestre de 2007, la tasa más elevada desde finales de la década de los 80.

... se tradujeron en políticas más restrictivas en la mayoría de las economías

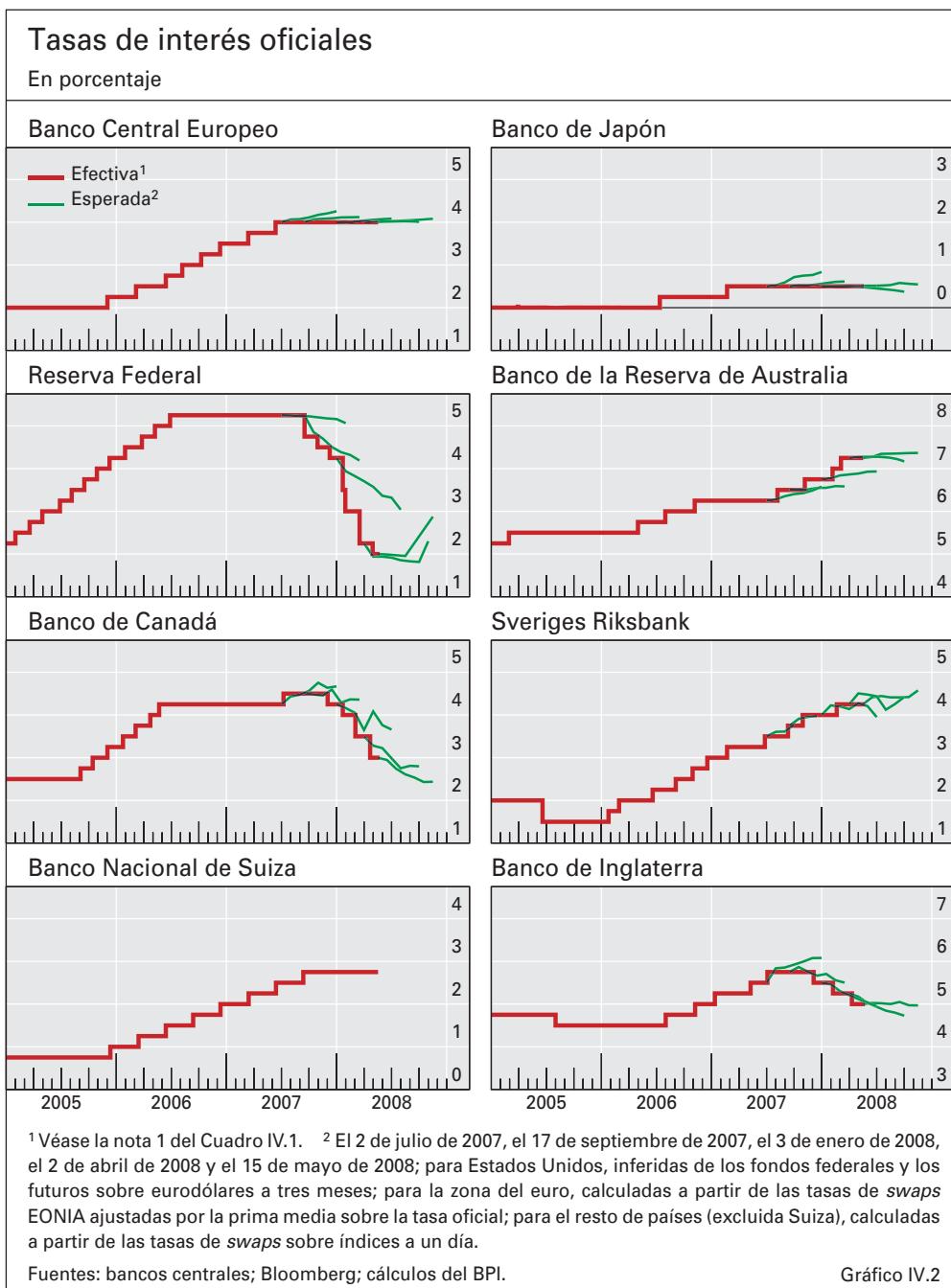
Como respuesta al intenso crecimiento y las fuertes presiones inflacionistas, las tasas de interés oficiales en todas las economías analizadas se elevaron entre junio y comienzos de agosto de 2007 (véase el Gráfico IV.2), excepto en Estados Unidos y Japón, cuya coyuntura económica era distinta. Incluso tras estos incrementos la política monetaria se consideraba acomodaticia en la mayoría de las economías. Es más, varios bancos centrales como el Banco de Canadá, el Banco Nacional de Suiza y el Sveriges Riksbank manifestaron la posibilidad de tener que incrementar todavía más sus tasas de interés si persistían las presiones inflacionistas.

Tasas de interés oficiales estables en EEUU...

En Estados Unidos, la Reserva Federal había incrementado la tasa de interés de referencia de los fondos federales del 1% al 5,25% entre junio de 2004 y junio de 2006, manteniéndola después sin cambios pese al debilitamiento de las perspectivas de crecimiento económico. El descenso de la construcción residencial se tradujo en un crecimiento por debajo del potencial estimado por la Reserva Federal en el primer semestre de 2007. La inflación subyacente subió durante la mayor parte de 2006 y comienzos de 2007, pero disminuyó ligeramente hacia mediados de 2007. La Reserva Federal esperaba que continuara moderándose en trimestres posteriores, a medida que la economía se debilitara y se dejaran sentir en el sistema los efectos del endurecimiento de la política monetaria aplicado anteriormente. Se preveía que el crecimiento recuperara su promedio a largo plazo en 2008, a medida que el mercado de la vivienda se estabilizara.

... y Japón

La economía japonesa había crecido en el primer semestre de 2007 a un ritmo considerado ligeramente por encima del potencial, pero esto aún no se había traducido en un cambio de tendencia duradero hacia una inflación positiva. Los precios de consumo permanecieron casi inmóviles en el primer semestre del año, aunque los de producción aumentaron ligeramente. Por consiguiente, el Banco de Japón mantuvo su tasa de interés oficial en el 0,5%, un nivel nominal todavía muy bajo, aunque manifestó que las tasas de interés



acabarían subiendo cuando el crecimiento económico consiguiera estimular el incremento de los precios.

La política monetaria durante las turbulencias

La instrumentación de la política monetaria se complicó en el segundo semestre de 2007. La situación en los mercados financieros empeoró considerablemente a mediados de agosto (véase el Capítulo VI), cuando los problemas en los mercados de bonos de titulización de activos se extendieron al mercado interbancario. Hacia finales de año, el encarecimiento de las materias primas por encima de lo esperado provocó un acusado incremento de las tasas de inflación en la mayoría de países, con posibles consecuencias para las expectativas de inflación a largo plazo.

Las turbulencias en los mercados financieros y el fuerte encarecimiento de las materias primas...

... condujeron a un difícil dilema

Por consiguiente, los bancos centrales tuvieron que hacer frente a un difícil dilema. Un recorte rápido y sustancial de tasas podría transmitir confianza a los mercados financieros y a la economía en general, evitando así que los problemas del sector financiero se trasladasen al resto de la economía. No obstante, una relajación excesiva de la política monetaria en un contexto de elevada inflación podría disminuir la confianza del público en el compromiso de estabilidad de precios de los bancos centrales, lo que podría desanclar las expectativas de inflación a más largo plazo. Esto, a su vez, exigiría la adopción de nuevas medidas restrictivas en el futuro, con un coste económico potencialmente mayor. La alternativa, es decir, mantener o incluso elevar las tasas de interés, podría hacer que una desaceleración de la economía compensara los efectos del encarecimiento de las materias primas sobre la inflación y sus expectativas. Por supuesto, esto podría acabar agravando la ya frágil situación financiera y provocar una desaceleración económica más acusada de lo necesario para volver a situar la inflación en la banda de fluctuación deseada. El dilema entre ambas alternativas se complicó aún más por la dificultad de evaluar en tiempo real la posible duración de las turbulencias financieras y sus potenciales efectos sobre la economía real.

La actitud inicial de esperar a ver qué pasa...

En un principio, no estaba claro si las turbulencias perdurarían y hasta qué punto se vería afectada la actividad económica, ya sea por la aplicación de condiciones de financiación más restrictivas para el sector no financiero o por un deterioro de la confianza. Por consiguiente, los bancos centrales decidieron esperar a disponer de más información antes de cambiar la orientación de sus políticas monetarias. Por ejemplo, el Banco de la Reserva de Australia mantuvo su tasa de contado en el 6,5% tras la reunión del Consejo a comienzos de septiembre, aunque sus miembros consideraron que podrían necesitarse nuevas medidas restrictivas para evitar que el continuo vigor de la economía elevara la inflación por encima de su objetivo. En conjunto, el Consejo creyó que unas condiciones financieras más restrictivas podrían controlar la inflación con independencia de las variaciones de la tasa de contado, lo que hacía innecesaria toda decisión de política monetaria. De forma similar, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo intactas las tasas de interés oficiales en su reunión del 6 de septiembre. Aunque tuvo en consideración los riesgos para la estabilidad de precios, el BCE sostuvo la necesidad de recabar más información antes de extraer conclusiones para la política monetaria. Por su parte, el Banco de Japón, en el comunicado posterior a su reunión de agosto, alegó fuertes fluctuaciones en los mercados financieros para retrasar la adopción de políticas monetarias más restrictivas.

Posteriormente, fue quedando claro que la convulsión en los mercados financieros no iba a moderarse rápidamente y que conllevaría consecuencias significativas que tendrían que considerar los responsables de la política monetaria. Al mismo tiempo, la fuerte subida de los precios de los alimentos y de la energía se tradujo hacia finales de año en tasas de inflación considerablemente superiores a las anticipadas. Ante estos hechos, los bancos centrales de las economías industriales avanzadas parecen haber afrontado ambas circunstancias de forma bien distinta.

Algunos bancos centrales, en particular la Reserva Federal, recortaron bruscamente sus tasas de interés oficiales para aliviar las consecuencias de la convulsión financiera sobre la economía. El Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) rebajó la tasa de interés de referencia de los fondos federales 1 punto porcentual en el segundo semestre de 2007 y otros 2,25 puntos porcentuales a comienzos de 2008, al constatarse que la desaceleración económica era mayor de lo previsto. Por su parte, el Banco de Inglaterra mantuvo intactas sus tasas en un primer momento, pero a partir de diciembre de 2007 las redujo un total de 75 puntos básicos, a medida que las perspectivas económicas se debilitaban. También se registró un crecimiento más débil en Canadá, donde el efecto positivo del encarecimiento de las materias primas se vio ampliamente contrarrestado por la fuerte apreciación de su moneda. Por consiguiente, el Banco de Canadá redujo el objetivo para la tasa de interés a un día en un total de 1,5 puntos porcentuales entre diciembre de 2007 y abril de 2008.

... dio paso a una relajación monetaria en algunos países...

Otros bancos centrales subieron sus tasas a raíz de las persistentes presiones inflacionistas. Por ejemplo, el Banco de la Reserva de Australia, el Banco Central de Noruega y el Riksbank elevaron sus tasas oficiales 75 puntos básicos entre septiembre de 2007 y abril de 2008. En estas tres economías, un prolongado periodo de crecimiento había generado elevadas tasas de utilización de la capacidad productiva y tensiones en los mercados laborales. Esto se tradujo en presiones sobre los precios internos, que se sumaron a las derivadas del encarecimiento de los alimentos y de la energía.

... pero a un endurecimiento en otros

Suiza también registró un sólido crecimiento económico y un repunte de la inflación. Al contrario que otros bancos centrales, el Banco Nacional de Suiza no expresa la orientación de su política monetaria a través de las tasas de interés a un día, sino que intenta mantener el Libor a tres meses en una banda predeterminada. La fuerte subida de la prima por plazo en el mercado monetario a mediados de agosto y en meses posteriores generó un gran diferencial entre las tasas de interés que aplica sobre sus operaciones semanales con pacto de recompra (*repo*) y su tasa de interés oficial. En consecuencia, a finales de agosto y principios de septiembre el Libor a tres meses superó ampliamente el valor central de la banda (2,5%). En su reunión del 13 de septiembre, el Consejo del Banco Nacional de Suiza decidió incrementar la banda de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 2,25%–3,25%, situándola así al mismo nivel que las tasas de interés ya observadas en el mercado. Para alcanzar este objetivo en un contexto de primas por plazo más elevadas, el banco central redujo considerablemente las tasas de interés sobre sus operaciones *repo*.

Suiza, un caso aparte

En otras economías, en particular en la zona del euro y en Japón, las tasas de interés oficiales no sufrieron cambios. El BCE decidió no incrementar su tasa pese a las presiones inflacionistas, en vista del debilitamiento de la economía y la apreciación del euro. No obstante, recalcó en repetidas ocasiones que no se tolerarían efectos de segunda ronda derivados del repunte de la inflación. Igualmente, el Banco de Japón evitó incrementar sus tasas de interés a finales de 2007 ante el aumento de los riesgos a la baja para el crecimiento. Al mismo tiempo, su Consejo de Política confirmó su intención de elevar las tasas

Tasas de interés oficiales sin variación en la zona del euro y Japón

cuando se hubiera superado claramente la deflación y la economía siguiera una trayectoria de crecimiento sostenible.

¿Condiciones económicas distintas o formas distintas de formular la política monetaria?

Distintas orientaciones de la política monetaria según el país...

Las diferencias en la evolución de las tasas de interés oficiales de los distintos países y zonas monetarias en el segundo semestre de 2007 y comienzos de 2008 reflejan, en distinta medida, divergencias en su situación económica, en el alcance de las tensiones financieras y en las estrategias de los bancos centrales para afrontar riesgos muy costosos pero poco probables.

Aunque la moderación de la demanda mundial y el incremento de los precios de las materias primas se hicieron notar en todas las economías, sus efectos concretos fueron muy distintos entre países. Por ejemplo, el encarecimiento de las materias primas estimuló la actividad económica en las economías que las producen, como Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda, pero la moderó en el resto. Del mismo modo, sus efectos sobre la inflación dependieron de las fluctuaciones del tipo de cambio y del grado de utilización de la capacidad productiva, entre otros factores.

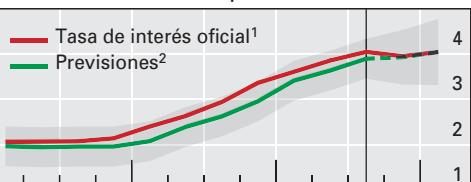
Las estimaciones de las funciones de reacción de los bancos centrales indican que, salvo contadas excepciones, éstos respondieron a los cambios en las condiciones económicas del segundo semestre de 2007 y comienzos de 2008 casi del mismo modo que en años anteriores. Las previsiones dinámicas, basadas en ecuaciones simples que relacionan las tasas de interés oficiales con la brecha del producto y la inflación, así como con las tasas de interés oficiales retardadas (para recoger el efecto de su estabilización), permiten explicar relativamente bien la trayectoria de las tasas oficiales en Canadá, Japón, Suiza, el Reino Unido y la zona del euro (véase el Gráfico IV.3). Estas estimaciones indican que dichos bancos centrales reaccionaron en general como en el pasado. Por el contrario, el Banco de la Reserva de Australia incrementó sus tasas oficiales y la Reserva Federal las redujo más de lo que se deduciría de sus reacciones anteriores ante cambios en la brecha del producto y en la inflación. En estos casos, parece que alguna variable no incluida en las ecuaciones, quizás una revisión de las perspectivas económicas no recogida en las brechas del producto ni en las tasas de inflación del momento, ha podido influir de forma decisiva en sus políticas monetarias.

Los cambios en las condiciones económicas relativas podrían explicar en parte las diferencias entre bancos centrales (véase el Gráfico IV.4). La mayoría de aquéllos que incrementaron o mantuvieron sus tasas oficiales elevaron también sus previsiones de inflación en mayor medida que los bancos centrales que redujeron sus tasas. Asimismo, las mayores revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento estuvieron generalmente asociadas a un grado relativamente mayor de relajación de la política monetaria. No obstante, no fue así en todos los casos. En concreto, aunque el Banco de la Reserva de Australia redujo notablemente sus previsiones de crecimiento y el Banco Central de Noruega rebajó las de inflación, ambos incrementaron sus tasas de interés oficiales. Este hecho puede ser un síntoma de cierta endogeneidad,

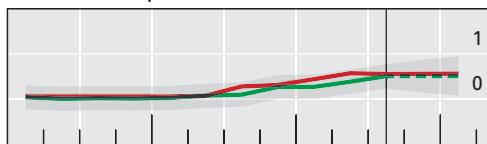
... como reflejo de las diferencias en las condiciones económicas...

Funciones de reacción de los bancos centrales

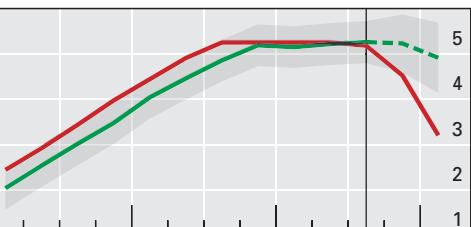
Banco Central Europeo



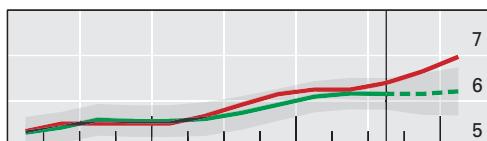
Banco de Japón



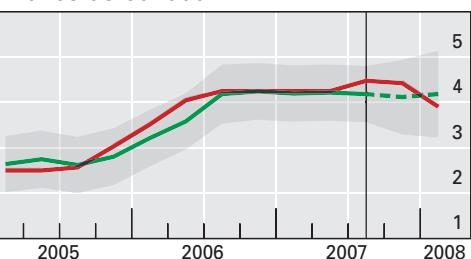
Reserva Federal



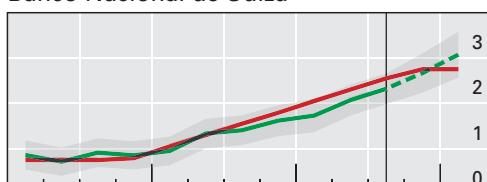
Banco de la Reserva de Australia



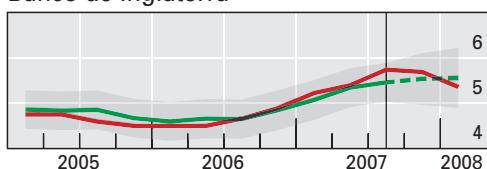
Banco de Canadá



Banco Nacional de Suiza



Banco de Inglaterra



¹Véase la nota 1 del Cuadro IV.1. ²Valores estimados por la regresión: $i_t = \alpha + \beta i_{t-1} + \gamma \pi_t + \delta gap_t + \varepsilon_t$, donde i = tasa de interés oficial, media del periodo; π = inflación; gap = brecha del producto. Datos trimestrales, periodo muestral 1990-2007; la línea discontinua representa la previsión dinámica, el área sombreada representa un error estándar de ± 1 . El alto grado de coincidencia de la ecuación en el periodo hasta mediados de 2007 se debe en gran medida a la inclusión de las tasas de interés retardadas como variables explicativas. La influencia de las tasas retardadas disminuye de forma constante en la previsión dinámica para el periodo posterior al tercer trimestre de 2007, cuando se utilizan los valores anticipados por el modelo.

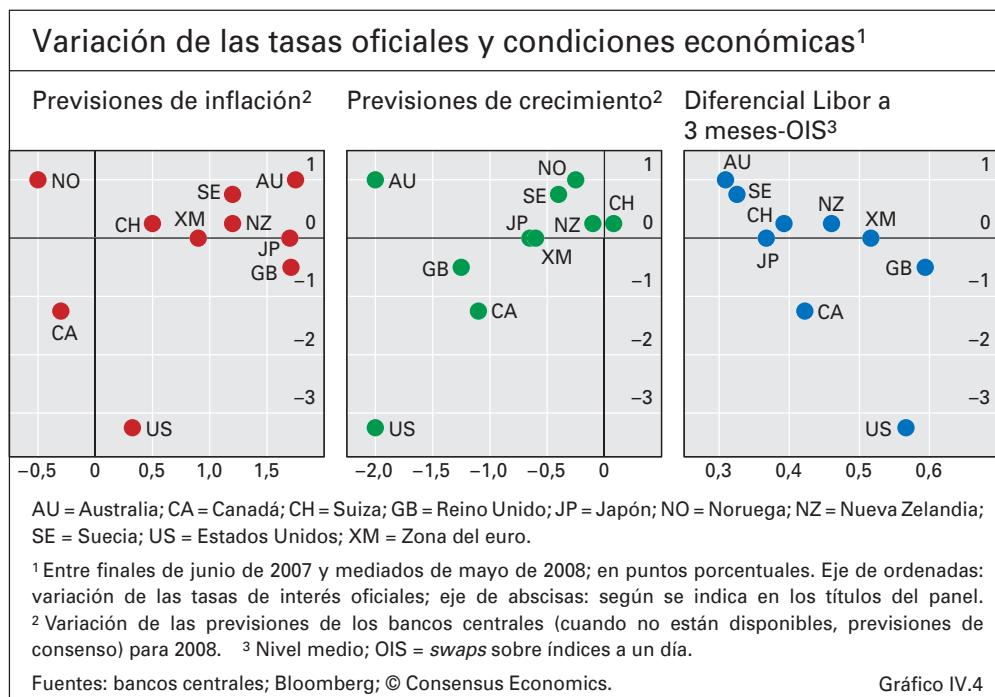
Fuentes: bancos centrales; FMI; OCDE; Bloomberg; estimaciones del BPI.

Gráfico IV.3

en el sentido de que la revisión de las previsiones reflejaría la desaceleración provocada por el aumento de las tasas de oficiales.

Otro motivo de las diferentes respuestas de la política monetaria fue que no todos los países se vieron afectados con la misma intensidad por la convulsión de los mercados financieros. Midiendo la severidad de estas turbulencias a partir del diferencial medio entre el Libor a tres meses y los swaps de tasas de interés a un día (OIS) de igual vencimiento para una determinada moneda, parece existir una estrecha relación entre los cambios en las tasas de interés oficiales y el alcance del desajuste de los mercados monetarios. Por ejemplo, estos mercados se vieron menos afectados en Australia y Suecia que los correspondientes en dólares y libras esterlinas. Este hecho está en consonancia con la subida de tasas oficiales decidida por el Banco de la Reserva de Australia y el Riksbank, y la bajada por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. La correlación entre el alcance del desajuste financiero y la relativa relajación de la política monetaria sigue existiendo incluso considerando la revisión de previsiones del producto y la inflación (no mostradas).

... en el alcance de las alteraciones financieras...



... y en la
valoración de los
riesgos

El hecho de que una medida de las tensiones en el mercado monetario pueda explicar en parte las variaciones de las tasas de interés, incluso cuando se tiene en cuenta la revisión de previsiones, podría indicar que los bancos centrales también respondieron a los riesgos percibidos para dichas previsiones. Hasta cierto punto, todos los bancos centrales prestan atención a los riesgos para sus perspectivas al tomar decisiones de política monetaria, aunque la naturaleza exacta de los riesgos considerados en el periodo analizado y sus efectos sobre la formulación de las políticas fueron muy distintos de una institución a otra. Algunos bancos centrales antepusieron evitar una fuerte desaceleración en el futuro inmediato, mientras que otros se inquietaron más por las repercusiones macroeconómicas a largo plazo que tendría una relajación de la política monetaria.

Entre los bancos centrales de las principales economías industriales avanzadas, quizás sea la Reserva Federal la que más claramente pertenece al primer grupo, por su afán de evitar una fuerte desaceleración. Este aspecto de su política monetaria basado en la gestión del riesgo fue un argumento importante para los recortes de tasas de interés que decidió a lo largo del periodo, como se señaló repetidamente en las actas de las reuniones del FOMC y en las declaraciones de sus miembros.

Los responsables de la política monetaria del Banco de Japón han sido posiblemente los más explícitos a la hora de recalcar las posibles repercusiones a largo plazo de sus decisiones. La segunda de las perspectivas de su marco doble para la formulación de la política monetaria se centra en los riesgos para el panorama económico más allá del horizonte de dos años. A finales de 2007, el Consejo de Política del Banco concluyó que la segunda perspectiva recomendaba por sí sola una política más restrictiva ante el riesgo de excesos en el endeudamiento y la inversión fija si los participantes en el mercado creyeran que las tasas de interés iban a mantenerse bajas durante mucho

La Reserva Federal
se centra en la
gestión del riesgo
a corto plazo

La «perspectiva
doble» del Banco
de Japón se centra
en los riesgos a
largo plazo

tiempo. Sin embargo, en marzo de 2008, al menos uno de los miembros del Consejo argumentó que la segunda perspectiva ponía de relieve riesgos a la baja para el crecimiento y la inflación, por lo que era recomendable relajar la política monetaria para evitar que resurgiera la deflación.

La mayoría del resto de bancos centrales parecieron conceder menos importancia a las medidas para reducir el riesgo de posibles eventos extremos. Con todo, tuvieron que sopesar la posibilidad de un incremento de la inflación superior al esperado, que podría desanclar las expectativas de inflación, frente al riesgo de una desaceleración del crecimiento económico más brusca de lo previsto.

Las condiciones económicas actuales y esperadas, junto con los riesgos vinculados a las previsiones, son factores que sin duda pueden influir de forma importante en la política monetaria, aunque parece que también lo hacen las diferencias en la forma de concebir el funcionamiento de la economía y en los mandatos asignados. Por ejemplo, la doble función encomendada a la Reserva Federal, que pone igual énfasis en el producto y la inflación, podría exigir una mayor relajación como respuesta a las turbulencias que un mandato sin la obligación explícita de apoyar el producto. Al contrario, la política del BCE de mantener estables las tasas de interés pese a la desaceleración de la actividad económica coincide con la prioridad que atribuye su mandato a la consecución de la estabilidad de precios.

Diferentes mandatos

Evolución de la comunicación de los bancos centrales

La incertidumbre asociada a la convulsión financiera y sus efectos sobre la economía mundial plantearon importantes retos para las estrategias de comunicación de los bancos centrales. En particular, éstos tuvieron que asegurarse de que la relajación de su política monetaria no se interpretara como una menor determinación a la hora de controlar la inflación o como una especie de «rescate» bancario. Además, los bancos centrales debían ser conscientes de que sus propias comunicaciones podían afectar la evolución de las turbulencias, que dependía fundamentalmente de la confianza de los agentes de mercado. La primera parte de este apartado repasa algunos cambios generales introducidos en la política de comunicación de varios bancos centrales en el transcurso del pasado año y la segunda se centra en la forma en que se anunció la provisión de liquidez durante las turbulencias.

Desafíos para la comunicación

Cambios en la comunicación de la política monetaria

Varios bancos centrales modificaron sus estrategias de comunicación durante el ejercicio analizado para que el público comprendiera mejor las razones en las que se basan sus decisiones de política monetaria. Este hecho da continuidad a la tendencia, iniciada una década atrás, hacia una mayor transparencia de los bancos centrales.

En mayo de 2007, mucho antes de que estallaran las tensiones en el mercado monetario, el Sveriges Riksbank anunció que iba a proporcionar más información sobre las razones en las que se basaban sus decisiones monetarias. Así pues, celebraría una rueda de prensa después de cada reunión de política

Revisión de la política de comunicación en el Riksbank...

monetaria (y no únicamente cuando se produjeran cambios en las tasas de interés o se publicara un Informe de Política Monetaria, como venía sucediendo) y las actas identificarían quién realizó cada observación en la reunión del Consejo Ejecutivo. Tan sólo unos meses atrás, en febrero, el Riksbank había decidido publicar las proyecciones del Consejo sobre la futura trayectoria de las tasas de interés oficiales (véase el 77º *Informe Anual*). En su nueva estrategia de comunicación, el Riksbank decidió además dejar de dar pistas sobre la evolución futura de las tasas de interés en discursos y notas de prensa entre reuniones, al considerarlo innecesario con la nueva información publicada. Sin embargo, este último cambio fue revisado parcialmente en mayo de 2008, en vista de las opiniones expresadas por los participantes en el mercado. Aunque dejó de anunciar con antelación la futura evolución de las tasas oficiales, el Riksbank juzgó útil opinar acerca de cómo influyen en sus perspectivas la evolución económica y la publicación de datos.

... la Reserva Federal...

Otras dos modificaciones importantes de los marcos de comunicación, en la Reserva Federal y el Banco de la Reserva de Australia, también empezaron a gestarse antes de que estallaran las tensiones financieras. Uno de los puntos clave de la nueva estrategia de comunicación de la Reserva Federal, anunciada a mediados de noviembre de 2007, consistía en publicar cuatro veces al año (en vez de dos) las proyecciones económicas elaboradas de forma independiente por cada uno de los miembros del FOMC. Como hasta entonces, las proyecciones se elaborarían suponiendo que la política monetaria era «adecuada». La Reserva Federal haría pública la banda de fluctuación y la tendencia central de estas previsiones, junto con una breve explicación del argumento subyacente. El horizonte de previsión de las proyecciones se amplió también a tres años naturales para transmitir al público la valoración que hacían los miembros del FOMC del comportamiento a largo plazo de la economía estadounidense. En particular, esta ampliación podría dar una idea más clara del nivel de inflación que consideraban compatible con el doble objetivo de máximo empleo y estabilidad de precios. Así, la banda de fluctuación del 1,6%–1,9% para la inflación del GCP en 2010, señalada por la tendencia predominante de las previsiones de octubre, fue muy acorde a las expectativas previas del mercado sobre el objetivo de inflación del FOMC.

... y el Banco de la Reserva de Australia

La nueva estrategia de comunicación del Banco de la Reserva de Australia, dada a conocer en diciembre de 2007, consistía en explicar sus decisiones sobre las tasas de interés, incluso cuando se mantuvieran inalteradas, además de divulgar el acta de las sesiones sobre política monetaria del Consejo. Hasta ese momento, el Banco de la Reserva se había abstenido de explicar las decisiones que no implicaban cambios, puesto que a menudo, aunque no siempre, significaban que el Banco no tenía nuevos datos que comunicar. No obstante, a la luz de la experiencia en otros países, consideró que emitir comunicados cuando se mantuviesen las tasas tendría más ventajas que inconvenientes.

Menos pistas sobre las decisiones de política monetaria inminentes

La mayor incertidumbre sobre las perspectivas de inflación y de crecimiento económico también produjo en el periodo analizado una serie de cambios en la estrategia de comunicación de algunos de los principales bancos centrales. A medida que aumentaba la incertidumbre sobre las perspectivas

económicas, consideraron más difícil o menos conveniente señalar posibles modificaciones de sus tasas de interés. Por ejemplo, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo intactas sus tasas en la sesión de septiembre de 2007, a pesar de que su presidente había utilizado el término «extrema vigilancia» en la sesión informativa a la prensa de la reunión anterior. La utilización de este término había precedido indefectiblemente todos los incrementos de las tasas oficiales desde 2005. En Estados Unidos, en vista de la enorme incertidumbre asociada a las perspectivas económicas, la Reserva Federal dejó de ofrecer su valoración explícita del conjunto de riesgos a partir del comunicado que siguió a la reunión del FOMC en diciembre de 2007.

La comunicación en las crisis financieras

Como en otras crisis anteriores, la primera decisión que tomaron numerosos bancos centrales durante la reciente convulsión financiera fue comunicar al público que seguirían atentamente la situación y adoptarían las medidas pertinentes. Por ejemplo, el BCE y el Banco de Canadá emitieron el 9 de agosto sendos comunicados en este sentido. Este tipo de anuncios pueden resultar más beneficiosos que una inyección de liquidez si sirven para convencer a los agentes del mercado de que la situación está controlada.

Tranquilizar al público...

Los comunicados conjuntos emitidos por varios bancos centrales en diciembre de 2007 y en marzo y mayo de 2008 provocaron en el mercado respuestas positivas, aunque transitorias. Además de especificar las medidas que cada banco central adoptaría, pusieron de manifiesto la disposición y la capacidad de todos ellos de llevar a cabo acciones coordinadas en respuesta a la turbulencia financiera. Uno de los desafíos que plantea la comunicación de los bancos centrales ante una crisis financiera es la posibilidad de que el público interprete la adopción de medidas extraordinarias como un indicio de que la situación del país es peor de lo que se temía. Con la publicación de comunicados conjuntos los bancos centrales posiblemente hayan reducido este riesgo de «señalización negativa», al no incidir sobre las circunstancias de una zona monetaria concreta.

... mediante comunicados conjuntos

La comunicación de los bancos centrales también estuvo parcialmente motivada por la necesidad de explicar sus procedimientos operativos, en particular al ponerse en marcha facilidades de crédito innovadoras. Otro reto fue convencer al público de que las inyecciones extraordinarias de liquidez no suponían *per se* un cambio de orientación de la política monetaria. Al contrario, todos los bancos centrales participantes tuvieron mucho cuidado en distinguir entre la fijación de las tasas de interés por un lado y las políticas diseñadas para redistribuir y mejorar la liquidez del mercado por el otro, aspecto éste que se analiza en el próximo apartado.

Explicar las operaciones de los bancos centrales

La respuesta de los bancos centrales ante la convulsión financiera

Los bancos centrales ajustaron sus operaciones de política monetaria de forma extraordinaria y sin precedentes en respuesta a la convulsión financiera que estalló en agosto de 2007 (Cuadro IV.2). Cuando a mediados de ese mes las tensiones se extendieron al mercado monetario interbancario, la demanda de

La convulsión obligó a ajustar las operaciones

Medidas adoptadas durante la convulsión financiera							
	ECB	BoJ	Fed	RBA	BoC	SNB	BoE
Operaciones extraordinarias de ajuste (frecuencia, condiciones)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Operaciones extraordinarias de mercado abierto a largo plazo	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Adelanto de reservas en el periodo de mantenimiento	✓			•	•	✓	
Cambio en la facilidad permanente de crédito			✓				
Ampliación del colateral admisible			✓	✓	✓	✓ ¹	✓
Cambio en las exigencias de liquidez bancaria/saldos objetivo				•	•		✓
Ampliación de contrapartes admisibles			✓				✓ ²
Incremento o introducción de préstamos de valores			✓				✓

ECB=Banco Central Europeo; BoJ=Banco de Japón; Fed=Reserva Federal; RBA=Banco de la Reserva de Australia; BoC=Banco de Canadá; SNB=Banco Nacional de Suiza; BoE=Banco de Inglaterra; ✓=sí; en blanco=no; •=no procede.

¹ Con efectos a partir del 1 de octubre, pero no a raíz de la convulsión. ² Sólo para cuatro subastas de financiación a plazo anunciadas en septiembre de 2007, que sin embargo quedaron desiertas.

Fuente: bancos centrales.

Cuadro IV.2

liquidez a los bancos centrales de las economías afectadas se volvió más volátil y menos previsible. Esto hizo que los bancos centrales tuvieran bastante dificultad para instrumentar su política monetaria mediante operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes estándar, principales instrumentos utilizados diariamente a tal efecto. Además, los mercados interbancarios a plazo, que desempeñan una función fundamental en el sistema financiero y en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, se vieron presionados cuando los inversionistas se mostraron reacios a colocar fondos en los mercados monetarios sin garantía más allá de plazos muy cortos. Por último, la liquidez se deterioró en muchos mercados de financiación contra garantías, como ocurrió en marzo de 2008 con los *repos* a corto plazo en dólares, por lo que las instituciones tuvieron problemas para financiar sus tenencias de unos activos que se habían vuelto muy ilíquidos. Todos estos acontecimientos exigían una intervención de los bancos centrales, y en cierta medida eran también propicios a ello. Este apartado describe primero el modo en el que los bancos centrales ajustaron sus operaciones de gestión de liquidez para mantener el control sobre las tasas de interés a un día, después las medidas adoptadas para sustituir las fuentes de financiación afectadas y por último algunas cuestiones que plantean las respuestas de los bancos centrales a las turbulencias financieras.

La gestión de reservas

Tal y como se explica en el Capítulo VII, las turbulencias financieras hicieron que las entidades de crédito se mostraran mucho más inseguras en cuanto a

sus necesidades de financiación futuras y mucho menos confiadas de poder satisfacerlas rápidamente, debido a la falta de liquidez en los mercados monetarios. Por consiguiente, procedieron a gestionar su liquidez de forma mucho más prudente, por lo que su demanda de financiación a los bancos centrales se volvió más volátil y menos previsible.

Los bancos centrales implementan la política monetaria a través de operaciones periódicas de mercado a corto plazo diseñadas para mantener la oferta de liquidez (depósitos de los bancos comerciales en el banco central) cerca del nivel demandado por las entidades de crédito, manteniendo de este modo las tasas de referencia del mercado cercanas a las tasas objetivo. Cuando la inestabilidad de la demanda complicó la proyección precisa del nivel de oferta necesario, los bancos centrales introdujeron ajustes compensatorios en sus operaciones de provisión de liquidez. El Banco de la Reserva de Australia, el Banco de Canadá, el BCE, el Banco de Japón, el Banco Nacional de Suiza, la Reserva Federal y, a partir de septiembre, el Banco de Inglaterra llevaron a cabo operaciones de mercado al margen de su programa habitual o en volúmenes superiores a los habituales, y tomaron otras medidas para equilibrar la oferta y la demanda de liquidez a la tasa de interés oficial. Por ejemplo, cuando se iniciaron las turbulencias, el BCE y la Reserva Federal modificaron sus operaciones en respuesta a la fuerte presión alcista sobre las tasas a un día, en un entorno de marcada incertidumbre sobre la demanda de fondos. En su primera operación el 9 de agosto en respuesta a la convulsión financiera, el BCE adoptó una medida inusual: satisfacer toda la demanda a la tasa de interés oficial del 4%. Al día siguiente, la Reserva Federal celebró tres subastas independientes de *repos* a un día, la última a primera hora de la tarde, mucho después de su horario habitual.

En la mayoría de los casos, los bancos centrales no inyectaron más liquidez de la necesaria para mantener las tasas de interés de referencia próximas a las tasas oficiales. En todas las regiones afectadas significativamente por la convulsión, los bancos aumentaron, con carácter preventivo, su demanda total de *instrumentos líquidos*, pero el grado en que esto se tradujo en un aumento de la demanda de los *saldos mantenidos en los bancos centrales* dependió del coste de oportunidad de dichos saldos. En Estados Unidos, donde estas reservas no están remuneradas, y en la zona del euro, donde los depósitos que superan el mínimo obligatorio se remuneran a 100 puntos básicos por debajo de la tasa oficial, la demanda de liquidez al banco central no se incrementó de forma perceptible y las inyecciones netas se revirtieron con bastante rapidez en casi todos los casos. La principal excepción fue el periodo de mantenimiento en Estados Unidos a comienzos de agosto, cuando durante algunos días no se absorbió totalmente la liquidez ofrecida y la tasa de interés de los fondos federales se situó en promedio muy por debajo de la tasa objetivo. Por el contrario, en el caso del Banco de Inglaterra, donde cada entidad de crédito fija por adelantado su objetivo de reservas en el banco central (remuneradas a la tasa de interés oficial) dichos saldos registraron un incremento notable a partir del periodo de mantenimiento de septiembre. En el Banco de la Reserva de Australia y el Banco de Canadá, donde las tasas de interés de los depósitos están sólo

La inestabilidad de la demanda de liquidez...

... se atajó con operaciones más frecuentes y de mayor volumen

El papel de la remuneración de las reservas

25 puntos básicos por debajo de la tasa oficial, los depósitos crecieron aunque sólo de forma moderada.

Facilidades permanentes como fuente de liquidez...

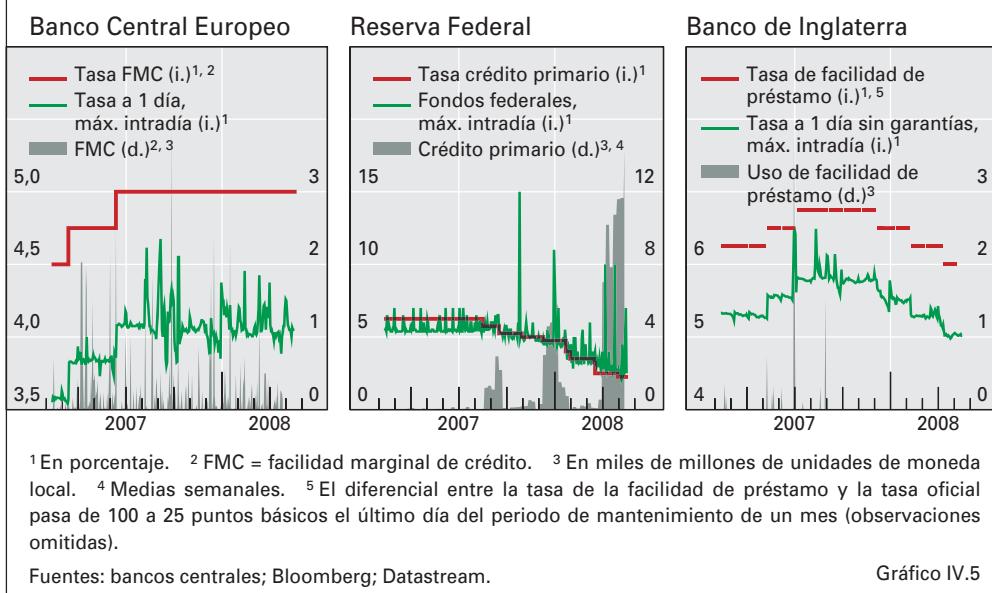
Casi todos los bancos centrales disponen de facilidades permanentes de crédito por las que conceden a los bancos préstamos contra activos de garantía a una tasa de interés superior a la oficial. Estas facilidades pueden desempeñar múltiples funciones. Una de ellas es servir de línea de crédito para sus operaciones de mercado abierto en el marco de la implementación de la política monetaria. Al utilizar los bancos esta facilidad, se inyecta liquidez adicional donde se necesita, de modo que la tasa de interés de estos préstamos suele actuar de tope para la tasa interbancaria a un día. Otra función de estas facilidades es la provisión de fondos a entidades que atraviesan problemas idiosincrásicos en la gestión de sus cuentas en el banco central. Asimismo, sirven para suministrar fondos a entidades con problemas temporales de tesorería pero que, por lo demás, son solventes. Y la última función, desempeñada habitualmente por una facilidad independiente, es proporcionar los fondos necesarios para la disolución de una institución financiera con problemas.

En realidad, sólo la Reserva Federal relajó las condiciones de su facilidad permanente (la facilidad de crédito primaria) en respuesta a las turbulencias. Así, redujo el diferencial entre la tasa de interés de la facilidad —o «tasa de redescuento»— y la tasa oficial de 100 a 50 puntos básicos en agosto, y posteriormente a 25 puntos básicos en marzo de 2008. Además, prorrogó el vencimiento autorizado de los préstamos, primero de 1 a 30 días y luego a 90 días. Estos cambios pretendían ofrecer a los bancos mayor seguridad sobre el coste y la disponibilidad de la financiación. La reducción del diferencial buscaba disminuir el potencial para que cualquier rigidez transitoria del mercado interbancario elevara la tasa de los fondos federales, mientras que la prórroga del vencimiento convertía estos préstamos en un sustituto más directo del crédito del mercado monetario a plazo, cada vez más escaso.

... obstaculizadas por el estigma

No obstante, la eficacia de la facilidad permanente de crédito de la Reserva Federal, tanto para contener la tasa de interés a un día como para relajar las presiones sobre el mercado monetario a plazo, quedó muy mermada por la reticencia de las entidades a disponer del crédito ofrecido. Aunque no se publica ninguna información sobre los créditos de la ventanilla de descuento utilizados individualmente, a los bancos comerciales pareció preocuparles que pudiera llegar a conocer el volumen del crédito dispuesto y que esto se interpretase como un indicio de dificultades financieras. En ocasiones, las entidades de crédito pujaron por préstamos interbancarios a un día y por depósitos en eurodólares a 30 días a tasas muchos puntos porcentuales por encima de la tasa de redescuento (Gráfico IV.5). En el Reino Unido se registraron también casos circunstanciales de operaciones bilaterales a tasas de interés elevadas, en especial tras la provisión de liquidez de emergencia en septiembre a un prestamista hipotecario en apuros, Northern Rock (véase el Capítulo VII). Por el contrario, el «estigma» no supuso un problema tan grande en la zona del euro, quizás porque los préstamos de la facilidad marginal del BCE nunca se han considerado excepcionales.

Medidas de estigma



Por consiguiente, en la zona del euro no se registraron operaciones interbancarias a tasas de interés superiores.

La sustitución de las fuentes de financiación perjudicadas

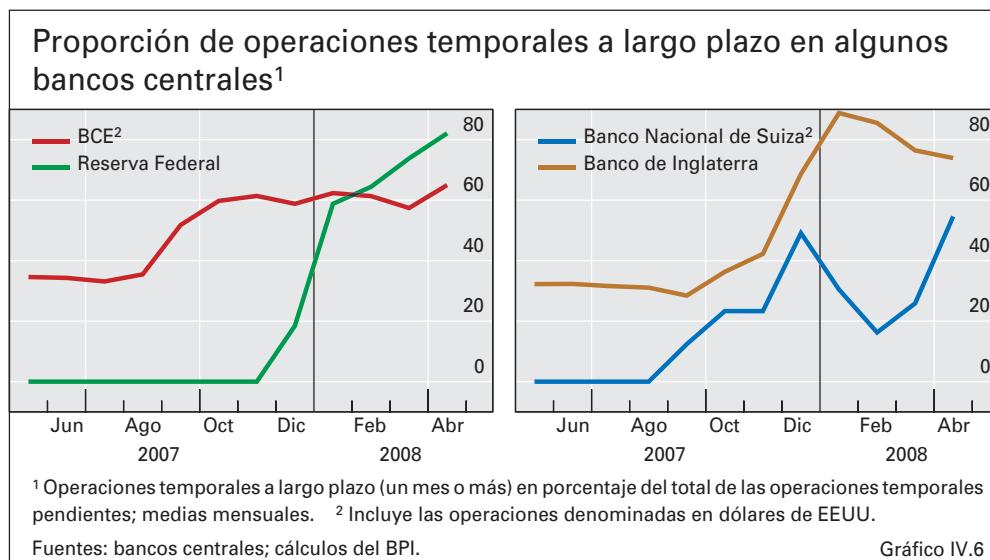
En cierto sentido, las medidas para mantener las tasas de interés a un día en niveles cercanos a las tasas objetivo perseguían no sólo implementar la orientación de la política monetaria, sino también solucionar la relativa escasez de oferta en los mercados monetarios a plazo. En concreto, las instituciones financieras podrían mostrarse más dispuestas a prestar a plazo si confiasesen en poder financiar sus préstamos a plazo a tasas de interés razonables en el mercado a un día. Asimismo, pujarían de forma menos agresiva por la financiación a plazo si considerasen que los fondos a un día son un sustituto fiable.

La presión en los mercados monetarios a plazo...

Sin embargo, al propagarse las turbulencias financieras, los bancos centrales dejaron de lado sus esfuerzos por aliviar las presiones en los mercados monetarios a plazo y se centraron en suministrar directamente financiación a plazo. Por ejemplo, el BCE y el Banco Nacional de Suiza introdujeron operaciones de financiación adicionales a tres meses a partir de agosto y septiembre, respectivamente, y el BCE añadió las subastas a seis meses a comienzos de abril. A partir de diciembre, el Banco de Inglaterra celebró subastas a tres meses por importes superiores a los habituales y la Reserva Federal concedió préstamos a un mes a instituciones solventes mediante su nueva facilidad de subastas a plazo (*Term Auction Facility*, TAF). Estas transacciones incrementaron significativamente la proporción de operaciones temporales (de préstamo o *repo*) a más largo plazo sobre el total de operaciones temporales realizadas en estos bancos centrales (véase el Gráfico IV.6).

... llevó a recurrir a operaciones con vencimiento más largo...

Las operaciones de los bancos centrales restablecieron el control sobre las tasas de interés de referencia y contribuyeron a relajar las presiones



en los mercados monetarios a plazo, en gran medida al suplir la deficiente distribución de liquidez que ocasionó el mermado funcionamiento del mercado interbancario. En varios casos, los bancos centrales ampliaron la gama de garantías admisibles y, en otros, la relación de entidades de contrapartida con las que realizan sus operaciones, lo que permitió a los agentes financierar instrumentos cuyos mercados sufrían un grave desajuste. El Banco de Canadá decidió en agosto aceptar temporalmente como garantía en sus operaciones de mercado todos los valores que admitía en su facilidad permanente. En septiembre y octubre, el Banco de la Reserva de Australia amplió la lista de garantías para sus operaciones habituales y su facilidad *repo* a un día a fin de incluir una gama más amplia de títulos bancarios, así como bonos de titulización hipotecaria y efectos comerciales garantizados por activos. A partir de septiembre, el Banco de Inglaterra celebró la primera de cuatro subastas extraordinarias a tres meses que admitían una gama de garantías más amplia de lo habitual y para un conjunto mayor de entidades de contrapartida. En diciembre, amplió también la relación de garantías que aceptaría en sus operaciones habituales a tres meses. También en diciembre, la TAF de la Reserva Federal proporcionó financiación mediante subasta a las entidades depositarias contra el tipo de activos de garantía admitidos en la ventanilla de descuento, ampliando así significativamente la relación de entidades de contrapartida y de colateral admisibles en comparación con el resto de sus operaciones de mercado abierto.

La TAF fue una de las muchas medidas adoptadas por los bancos centrales de cinco zonas monetarias (Banco de Canadá, BCE, Banco Nacional de Suiza, Reserva Federal y Banco de Inglaterra) después del comunicado conjunto emitido el 12 de diciembre. Otra fue la creación de líneas de *swaps* de divisas entre la Reserva Federal por un lado y el BCE y el Banco Nacional de Suiza por el otro. Estos dos últimos utilizaron las líneas para financiar subastas ordinarias de financiación en dólares a plazo en sus respectivas jurisdicciones. Lo recaudado ayudó a las entidades bancarias de la zona del euro y de Suiza a satisfacer sus necesidades de financiación en dólares,

... e indujo cambios en las garantía admisibles

Iniciativas internacionales conjuntas en diciembre de 2007...

lo que les había resultado más difícil por el desajuste del mercado de *swaps* de divisas (véase el Capítulo V). El deseo de las entidades bancarias europeas de obtener financiación en dólares a comienzos de la jornada bursátil estadounidense se traducía por la mañana en una considerable presión al alza sobre las tasas de interés a un día, lo que complicaba los esfuerzos de la Reserva Federal por implementar la orientación de su política monetaria. Tras iniciarse las subastas de dólares, estas presiones se disiparon temporalmente. Los bancos centrales europeos prosiguieron en enero las subastas de financiación en dólares a plazo, pero las suspendieron en febrero al apreciarse una mejora en las condiciones del mercado.

Sin embargo, la tregua no duró mucho. A mediados de marzo, las condiciones del mercado financiero volvieron a deteriorarse y los bancos centrales adoptaron una serie de medidas adicionales para financiar los activos ilíquidos en manos de instituciones financieras. La Reserva Federal incrementó considerablemente el volumen de financiación de la TAF y prorrogó el vencimiento máximo de sus *repos* de dos semanas a un mes. Asimismo, los mismos bancos centrales que habían adoptado medidas coordinadas en diciembre emitieron un comunicado conjunto anunciando nuevas iniciativas. Las líneas de *swaps* transatlánticas aumentaron su volumen y el BCE y el Banco Nacional de Suiza reanudaron sus subastas de préstamos en dólares. Además, la Reserva Federal creó una nueva facilidad de préstamo de valores a plazo (*Term Securities Lending Facility*, TSLF) que permitía a los *primary dealers* (en torno a 20 sociedades de valores que participan en las operaciones de mercado abierto) tomar prestados bonos del Tesoro de la Reserva Federal de Nueva York contra determinados valores menos líquidos, como algunos bonos de titulización hipotecaria privados de elevada calificación que no se admitían en las operaciones de mercado abierto.

En los días siguientes, la Reserva Federal hizo uso de su autoridad para prestar a entidades no depositarias por primera vez desde los años 30. En primer lugar, el 14 de marzo prestó fondos para facilitar la adquisición del banco de inversiones Bear Stearns, que estaba a punto de quebrar, por JPMorgan Chase. Posteriormente, el domingo 16 de marzo, creó la facilidad de crédito para *primary dealers* (*Primary Dealer Credit Facility*, PDCF), que proporciona préstamos a un día a la tasa de descuento a este tipo de intermediarios, aceptando como garantía una serie de valores privados y públicos de alta calificación. Esta facilidad se diseñó para que los *primary dealers* tuvieran más fácil proporcionar financiación (a través de *repos*) en los mercados de productos titulizados. Mientras que la TAF había permitido a las entidades con acceso a la ventanilla de descuento utilizar un tipo de operación de mercado abierto, la PDCF ampliaba la facilidad permanente de crédito a las entidades participantes en las operaciones de mercado abierto. En consecuencia, las dos nuevas facilidades reorientaron el marco operativo de la Reserva Federal para ofrecer operaciones de mercado y facilidades permanentes a un amplio y homogéneo conjunto de entidades y contra una gama de garantías más homogénea.

... y de nuevo en marzo de 2008

Préstamos de la Fed a instituciones no depositarias

El Banco de Inglaterra introdujo mecanismos de canje de valores

A mediados de abril, el Banco de Inglaterra introdujo también un mecanismo de canje de valores en un esfuerzo por mejorar la liquidez de aquellos bancos que soportaban un exceso de activos que se habían vuelto muy ilíquidos. Más concretamente, introdujo un programa especial de liquidez (*Special Liquidity Scheme*) por el que las entidades bancarias podían permutar activos de gran calidad pero temporalmente ilíquidos por letras del Tesoro británicas. Los *swaps* se ofrecieron a los bancos durante un intervalo de seis meses y con vencimientos de hasta tres años. A comienzos de mayo, los principales bancos centrales emitieron otro comunicado conjunto. Entonces, las líneas de *swaps* transatlánticas y las correspondientes subastas de dólares volvieron a incrementar su volumen y la Reserva Federal amplió la relación de valores aceptados en la TSLF para incluir otro tipo de bonos de titulización de elevada calificación.

En la actualidad, resulta difícil evaluar la eficacia de las operaciones de los bancos centrales como respuesta a las turbulencias financieras. Por un lado, han logrado contener el repunte de la volatilidad de las tasas de mercado objetivo, a pesar de la demanda de liquidez menos previsible y de la pérdida de eficacia de algunas facilidades permanentes para fijar un tope sobre éstas. Por el otro, los diferenciales del mercado monetario a plazo siguen siendo muy elevados en perspectiva histórica, incluso admitiendo cierto ajuste al alza desde los niveles, tal vez demasiado bajos, anteriores a la convulsión financiera. Sin duda, parte del incremento de los diferenciales refleja la preocupación por el riesgo de crédito de contraparte, que no puede disiparse por completo con las intervenciones de los bancos centrales. Sin embargo, los diferenciales a plazo se han mantenido elevados, aun cuando se han reducido los diferenciales de crédito para instituciones financieras, lo que indica que no se han superado del todo las preocupaciones por la liquidez a pesar de las medidas sin precedentes adoptadas hasta la fecha por los bancos centrales.

Cuestiones planteadas por la respuesta de los bancos centrales a la convulsión financiera

La intervención conlleva costes...

Los bancos centrales se enfrentan a un dilema a la hora de decidir si intervienen o no para resolver una crisis financiera, puesto que las intervenciones comportan tanto costes como beneficios. Entre los primeros hay costes financieros directos, como aquellos en los que se incurre al proporcionar una garantía *ex post* a instituciones o inversionistas. Otros costes, posiblemente más importantes a la larga, están relacionados con el riesgo moral vinculado a la intervención: la posibilidad de que los agentes del mercado asuman más riesgos, aumentando con ello la probabilidad y posibles costes de intervenciones futuras, en cuanto entienden que los bancos centrales intervendrán en su apoyo.

Las distintas medidas que puedan adoptar los bancos centrales conllevan niveles diferentes de riesgo moral y financiero. Entre las decisiones tomadas durante las recientes turbulencias, la que probablemente comportó menos riesgo moral fue la gestión más activa de la liquidez dentro de los marcos existentes, diseñada para mantener las tasas de interés de referencia del

mercado cerca de las tasas objetivo. La ampliación de los activos de garantía y de las entidades de contrapartida admisibles probablemente implicó un nivel relativamente superior de riesgo moral y algunos riesgos financieros, aunque en principio lo primero habría quedado contenido hasta cierto punto al haberse ejecutado la mayoría de las operaciones en el mercado abierto, con precios fijados en subastas. Por lo que respecta al riesgo financiero, la cesta de activos de garantía pignorados a favor de los bancos centrales entrañó mayor riesgo y menor liquidez, aunque es probable que el incremento del riesgo para los bancos centrales haya sido moderado, en parte por haber aplicado amplios descuentos a los activos con más riesgo o menor liquidez a la hora de determinar el volumen del crédito que estaban dispuestos a ofrecer a cambio. Los peores efectos del riesgo moral probablemente se asociaron a los préstamos concedidos para «rescatar» a entidades en apuros. En tales casos, los bancos centrales suelen imponer los mayores costes posibles a accionistas, acreedores y directivos, mientras permiten a la entidad seguir desarrollando sus actividades. Sin embargo, es inevitable que los costes para accionistas y acreedores sean inferiores a lo que habrían sido en caso de haberse producido una quiebra descontrolada.

La principal ventaja de una intervención es que puede evitar o mitigar una crisis financiera capaz de restringir significativamente la disponibilidad de crédito y deteriorar la confianza de empresas y hogares, con la consiguiente disminución de la actividad económica, el empleo, la riqueza y, por ende, el bienestar social. Para calcular este beneficio hay que valorar no sólo los posibles costes evitados, sino también la probabilidad de que las eventuales estrategias de intervención resulten eficaces.

Otra ventaja de algunas medidas adoptadas por los bancos centrales para contener una crisis financiera es que podrían hacer menos necesarias en el futuro otras medidas que comporten un riesgo moral o financiero aún mayor. Por ejemplo, la adopción de medidas tempranas y dinámicas para inyectar liquidez a través de las operaciones de mercado puede hacer innecesaria más adelante la ayuda de emergencia en forma de préstamos.

Quizás no sea posible calcular con exactitud y en tiempo real los costes y beneficios que pueden provocar determinadas medidas ante situaciones que a menudo evolucionan con rapidez. En último término, cualquier decisión exigirá un notable ejercicio de discernimiento. Aun así, la fijación de objetivos por adelantado y la definición de los futuros costes y beneficios de la intervención son esenciales para estructurar y facilitar incluso los procesos de toma de decisiones más urgentes.

Las intervenciones recientes para fomentar el buen funcionamiento de los mercados monetarios a plazo y de los mercados de *repos* podrían llevar a pensar que los bancos centrales intervendrán para prestar ayuda a otros mercados o instituciones en situaciones parecidas, una opinión que podría incrementar aún más el riesgo moral. La transparencia de los bancos centrales sobre sus objetivos y principios a la hora de gestionar la convulsión financiera podría ayudar a evitar cualquier aumento de sus atribuciones. También podría ser útil planificar con antelación las estrategias para poner fin a las operaciones extraordinarias.

... y también beneficios...

... como evitar una intervención más costosa en el futuro

Es difícil sopesar costes y beneficios en tiempo real...

... pero la claridad de los objetivos puede limitar un aumento de sus atribuciones

No cabe duda de que la próxima crisis financiera presentará características inesperadas y exigirá a los bancos centrales respuestas que no pueden prepararse de antemano. De ahí que quizás no sea posible diseñar marcos operativos que incluyan un conjunto completo de procedimientos de contingencia. Hasta cierto punto, la adecuada gestión de las crisis financieras dependerá de si los bancos centrales conservan su capacidad de innovación. En este sentido, será decisivo mantener un estrecho contacto con los agentes del mercado y buenos canales de comunicación con otros organismos financieros y bancos centrales, así como disponer de un personal bien informado, con el fin de garantizar la rápida obtención, intercambio y comprensión de la información sobre las nuevas circunstancias.

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

La volatilidad en los mercados de divisas experimentó un notable aumento en agosto de 2007 como consecuencia de considerables distorsiones en otros mercados financieros. Este hecho generó importantes cambios en los factores que determinan la evolución del mercado de divisas. Antes de agosto, la baja volatilidad histórica y elevados diferenciales de tasas de interés en distintas monedas habían alentado flujos transfronterizos de capital que presionaron a la baja la cotización de las monedas de financiación, como el yen y el franco suizo, y al alza la de las monedas de alta rentabilidad, como los dólares australiano y neozelandés. Posteriormente, el repunte de la volatilidad llevó cerrar posiciones apalancadas de *carry trade* entre divisas, invirtiendo en cierta medida las tendencias previamente seguidas por los tipos de cambio de las monedas implicadas.

Adicionalmente, se produjo una sustancial revaluación de la respuesta prevista para la política monetaria conforme se fue conociendo la dimensión real de los problemas de los mercados financieros. En este entorno, el clima de opinión en el mercado pasó a depender más de factores como los diferenciales de crecimiento esperado —cuya influencia sobre la futura senda de política monetaria es notable— que de los niveles vigentes de tasas de interés. Las mayores expectativas de recesión y el empeoramiento de las condiciones crediticias en Estados Unidos intensificaron la tendencia depreciatoria del dólar estadounidense en los primeros meses de 2008, alcanzando su mínimo de los últimos 12 años frente al yen y mínimos históricos frente al euro y el franco suizo. El deterioro de las perspectivas de crecimiento en el Reino Unido hacia finales de 2007 también contribuyó a una notable depreciación de la libra esterlina. En cambio, las expectativas de crecimiento económico intenso y continuado en otro grupo economías contribuyeron a sostener las cotizaciones de sus monedas. En algunas economías de mercado emergentes, como China y Singapur, la fortaleza de la demanda interna y la limitada exposición directa a las recientes turbulencias en los mercados financieros internacionales fomentaron las presiones apreciadoras sobre sus divisas. En otros casos, como los de Australia y Brasil, la fortaleza de sus monedas descansó en el dinamismo de sus exportaciones de materias primas y en la mejora de sus términos de intercambio.

Pese a algunos movimientos importantes de los tipos de cambio, el funcionamiento de los mercados de divisas al contado continuó siendo fluido en general durante el periodo de mayor volatilidad. Al mismo tiempo, se observaron signos de tensión en algunos mercados de *swaps* de divisas

(*foreign exchange swaps*) y de *swaps* cruzados de tasas de interés y divisas (*cross-currency swaps*), que guardan mayor relación con los mercados de deuda y la financiación transfronteriza. Estas tensiones sugieren que, aunque los mercados de divisas probablemente se han reforzado por la influencia de ciertos fenómenos de largo plazo, como la ampliación de la base de inversionistas y la mejora en la gestión de riesgos, la estrecha relación entre algunos segmentos de estos mercados y otros mercados financieros puede haber expuesto a los primeros a perturbaciones procedentes de los segundos.

Evolución de los mercados de divisas

Las distorsiones que comenzaron en julio y agosto de 2007 en los mercados de deuda y monetarios alteraron sustancialmente las tendencias de los tipos de cambio observadas durante gran parte de 2006 y en el primer semestre de 2007. Estos cambios fueron acompañados de acusados repuntes de la volatilidad en numerosos pares de monedas.

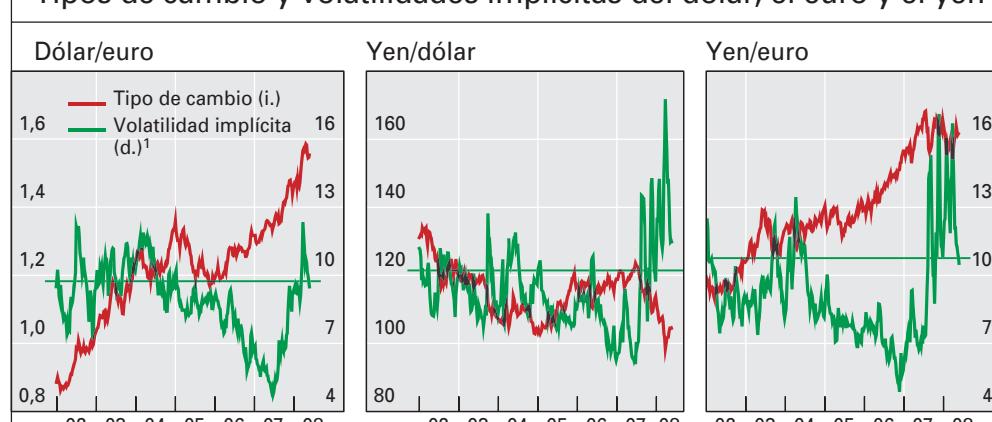
La depreciación constante del dólar estadounidense se aceleró a partir de junio de 2007. Durante 2006 y en los seis primeros meses de 2007, el dólar se depreció frente al euro a una tasa anualizada del 9%, al tiempo que registraba un leve apreciación frente al yen (véase el Gráfico V.1). Entre julio de 2007 y abril de 2008 su tasa anualizada de depreciación se duplicó con creces en términos efectivos nominales, llegando a rondar el 20% frente a ambas monedas (véase el Gráfico V.2). Igualmente, la cotización de la libra esterlina se depreció casi un 15% en dichos términos durante el mismo período, mientras otras divisas, como el rublo ruso, lo hacían de forma sostenida.

En cambio, otras monedas se apreciaron en términos efectivos durante el segundo semestre de 2007 y primeros meses de 2008. Entre ellas cabe destacar el euro, cuya tasa anualizada de apreciación a partir de agosto de 2007 se duplicó con creces (véase el Gráfico V.2). A mediados de 2007 también se observó un punto de inflexión en las cotizaciones del yen y el franco suizo. Así, tras haberse depreciado en 2006 y el primer semestre de 2007, estas monedas

El dólar de EEUU y la libra esterlina se depreciaron a mediados de 2007...

... al tiempo que el euro, el yen y el franco suizo se apreciaron

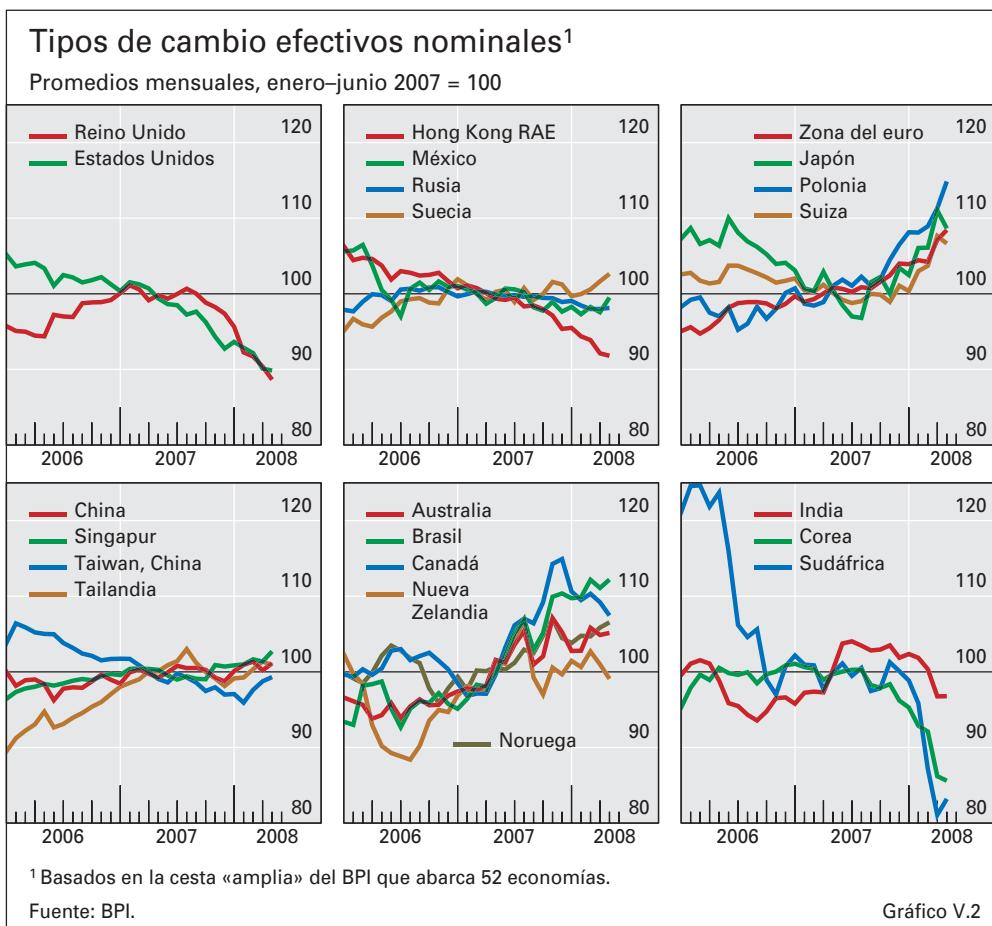
Tipos de cambio y volatilidades implícitas del dólar, el euro y el yen



¹ A un mes, en porcentaje. La línea horizontal se refiere a la media de enero de 1999–abril de 2008.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Gráfico V.1



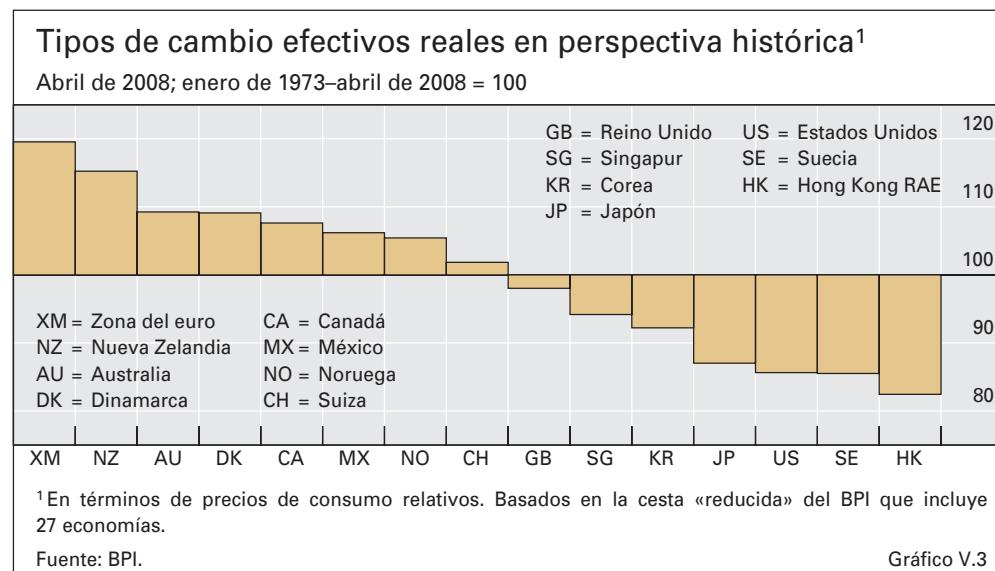
se apreciaron un 15% y un 9%, respectivamente, durante los 10 meses previos a abril de 2008. Varias divisas asiáticas, incluidos el renminbi, el dólar de Singapur, el nuevo dólar taiwanés y el baht tailandés, también registraron marcadas apreciaciones en los cuatro primeros meses de 2008.

Ciertas monedas fluctuaron considerablemente entre mediados de 2007 y abril de 2008. Algunas, como el dólar australiano y el real brasileño, registraron bruscas depreciaciones a mediados de agosto de 2007 a consecuencia de los problemas en los mercados monetarios internacionales, recuperando luego el terreno perdido en los dos meses siguientes (véase el Gráfico V.2). Otras, como el dólar neozelandés, apenas lograron modestas recuperaciones tras su acusada depreciación en agosto. Por último, otras monedas que en agosto habían reaccionado relativamente mejor, como el dólar canadiense, la rupia india, el won coreano y el rand sudafricano, se depreciaron más entre noviembre de 2007 y abril de 2008.

Desde una perspectiva histórica, las cotizaciones actuales de numerosas divisas difieren significativamente de sus promedios de largo plazo en términos efectivos reales (véase el Gráfico V.3). En abril de 2008, el euro y el dólar neozelandés se situaban más de un 10% por encima de sus promedios históricos, mientras que el yen, el dólar de Hong Kong, la corona sueca y el dólar estadounidense cotizaban más de un 10% por debajo de los suyos. Una conclusión muy similar se obtiene en general de las estimaciones de índole más estructural realizadas por el FMI sobre la posición relativa de los tipos de

Otras monedas fluctuaron considerablemente

Algunas monedas se desviaron significativamente de sus promedios históricos



cambio reales frente a sus niveles de equilibrio de medio plazo. Los dólares australiano y canadiense constituyen importantes excepciones a esta regla, pues probablemente estén menos sobrevalorados de lo que sugiere el Gráfico V.3, debido a los efectos favorables de la fortaleza de sus términos de intercambio sobre los tipos de cambio de equilibrio. Lo mismo sucede con el dólar de Estados Unidos, cuya depreciación es cualitativamente consistente con el abultado y persistente déficit por cuenta corriente de ese país.

Condiciones en los mercados de divisas

La volatilidad aumentó de forma brusca...

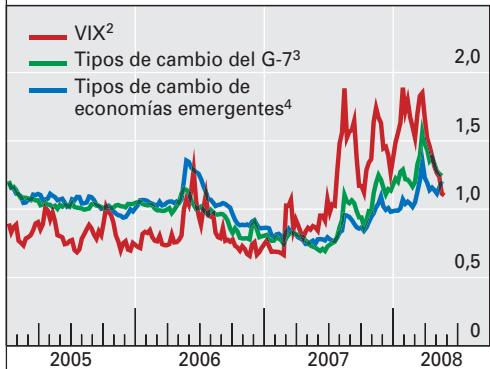
La volatilidad en los mercados de divisas comenzó a repuntar en julio de 2007, tras haber caído hasta mínimos históricos durante el primer semestre del año. La volatilidad implícita se disparó en tres ocasiones —a mediados de agosto de 2007, a finales de noviembre del mismo año y a mediados de marzo de 2008—, además de registrar un incremento más moderado a finales de enero de 2008 (véase el Gráfico V.4). Estos máximos coincidieron con los picos de volatilidad observados en otros mercados financieros, si bien fueron menos pronunciados. A diferencia de experiencias previas, desde comienzos de agosto de 2007 la volatilidad implícita de los tipos de cambio de los principales países industriales avanzados siguió superando a la de las divisas de economías de mercado emergentes.

La volatilidad implícita alcanzó máximos para ciertos pares de monedas en marzo de 2008. El cambio dólar/euro se situó a un nivel comparable al del episodio de fuerte volatilidad en los mercados de divisas de septiembre de 2001, mientras que las volatilidades de los pares dólar/yen y euro/yen marcaban sus niveles más altos desde 1999 (véase el Gráfico V.1). Las cotizaciones frente al dólar estadounidense de otras monedas, como el real brasileño, el rand sudafricano y los dólares australiano, canadiense y neozelandés también sufrieron repuntes bruscos de la volatilidad implícita. Los máximos de estas tres últimas divisas frente al dólar son comparables a los registrados en octubre de 1998, durante el episodio de volatilidad asociado a la quiebra del LTCM y a la suspensión de pagos de Rusia.

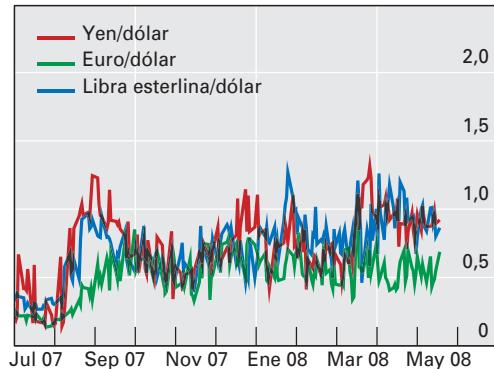
... en algunos pares de monedas más que en otros

Volatilidades implícitas y diferenciales de precios comprador-vendedor

Volatilidades implícitas¹



Diferenciales medios swaps de divisas⁵



¹ El nivel de volatilidad dividido entre la media durante todo el periodo mostrado; medias semanales. ² El Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) mide las expectativas del mercado sobre la volatilidad a corto plazo a partir de los precios de las opciones sobre el índice S&P 500. ³ Índice de referencia JPMorgan para el nivel de volatilidad implícita de las monedas del G-7. ⁴ Índice de referencia JPMorgan para el nivel de volatilidad implícita de las monedas de economías emergentes. ⁵ Diferenciales medios de los precios comprador-vendedor, para las tasas de descuento a plazo de los swaps de divisas a tres meses; en pips. Un pip es la mínima variación posible del tipo de cambio entre dos monedas. Para la mayoría de los pares de monedas, incluidos los de este gráfico, un pip corresponde a un cambio en el cuarto decimal. Sin embargo, los valores del pip pueden variar en función del par de monedas, según la diferencia entre la moneda base y la moneda cotizada. Los datos se refieren a los precios comprador y vendedor a la hora de cierre de Bloomberg.

Fuentes: Bloomberg; JPMorgan Chase.

Gráfico V.4

La escalada de volatilidad estuvo acompañada de un mayor volumen de contratación en el mercado de divisas al contado. Así, su negociación a través de la plataforma de intermediación electrónica EBS, que absorbe más del 60% del mercado interbancario al contado, llegó a los 456.000 millones de dólares el 16 de agosto de 2007, frente al promedio diario de 182.000 millones de ese año. El volumen de operaciones en divisas liquidadas a través de CLS Bank (CLS), entidad que realiza la liquidación final de una elevada proporción de las transacciones en divisas, alcanzó también un claro máximo en agosto de 2007, especialmente en el caso del yen y de los dólares australiano y neozelandés, monedas muy utilizadas en operaciones de *carry trade*. No parece, sin embargo, que la distribución por pares de monedas de ese aumento de la contratación sea uniforme. Por ejemplo, los datos de EBS reflejan un dominio desproporcionado de los pares dólar/yen y euro/yen en el aumento de la contratación registrado durante la semana del 13 de agosto.

Mayor volumen de negociación en el mercado de divisas al contado

El alto volumen de contratación sostenido y la ausencia de aumentos significativos de los diferenciales entre los precios comprador y vendedor sugieren que las perturbaciones en otros mercados financieros no afectaron a la liquidez del mercado al contado para los principales pares de monedas. Sin embargo, las distorsiones fueron más evidentes en los mercados de swaps de divisas. Los diferenciales entre el precio comprador y vendedor (*bid-ask*) se ampliaron notablemente en estos mercados durante los episodios de volatilidad, al tiempo que las tasas de interés estadounidenses implícitas en los precios de los swaps de divisas se desviaban significativamente de la tasa Libor para el

Los mercados de swaps de divisas experimentaron algunos problemas...

dólar estadounidense observada en el mercado (véanse el Gráfico V.4 y el Capítulo VI). La cifra de operaciones liquidadas por CLS sugiere un continuo descenso del volumen de contratación de *swaps* de divisas en algunos pares de monedas, como la libra esterlina y el dólar neozelandés frente al dólar estadounidense, durante el segundo semestre de 2007. El volumen negociado se mantuvo básicamente estable en la mayoría de los restantes pares durante el periodo analizado. Estas tendencias concuerdan con las cifras de contratación disponibles para Estados Unidos y el Reino Unido.

... al igual que los mercados de *swaps* cruzados...

Las tensiones fueron asimismo palpables en el mercado de *swaps* cruzados. Estos instrumentos son similares a los *swaps* de divisas, aunque más líquidos para vencimientos superiores a un año, e implican el intercambio o permuta de los pagos por intereses, así como del principal, en diferentes monedas. Estos instrumentos son importantes para las instituciones que desean cubrir el riesgo de financiarse a largo plazo en el exterior. En el caso de ciertos pares de monedas, los precios de los *swaps* cruzados fluctuaron considerablemente durante algunos episodios de repunte de la volatilidad. Por ejemplo, los precios para contratos euro/dólar y libra esterlina/dólar con vencimiento a un año y superior entraron bruscamente en territorio negativo a partir de finales de agosto de 2007, como reflejo de un pronunciado aumento de la demanda de financiación a largo plazo en dólares estadounidenses.

... consistentes con un repunte de la demanda de financiación en dólares de EEUU

No resulta sorprendente que la turbulencia en los mercados financieros se transmitiese a los mercados de *swaps* de divisas y de *swaps* cruzados, ya que las operaciones con estos instrumentos están muy vinculadas al mercado monetario y se hallan expuestas al riesgo de contraparte. De hecho, las tensiones observadas en estos dos mercados fueron consistentes con un repunte de la demanda de financiación en dólares estadounidenses, que podría haber obedecido en parte al interés de instituciones financieras no estadounidenses por obtener liquidez en dólares mediante la permuta de otras monedas. Así pues, estas tensiones básicamente reflejaron el rápido deterioro de las condiciones crediticias en el mercado monetario a raíz de las turbulencias en los mercados internacionales de deuda.

Determinantes de la evolución de los tipos de cambio

Los principales determinantes de la dinámica de los tipos de cambio se alteraron en un entorno de mayor volatilidad de los mercados financieros y de elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas mundiales. En concreto, se redujo la importancia de los diferenciales de las tasas de interés observados conforme la incertidumbre sobre la evolución de los tipos de cambio reducía el atractivo de las operaciones de *carry trade*, de modo que la atención se desplazó hacia los diferenciales de crecimiento esperado y factores de índole más estructural, como la posición de la balanza por cuenta corriente. Aunque la política cambiaria siguió perfilando la evolución de las monedas de algunas economías de mercado emergentes, la dinámica del precio de las materias primas y de ciertos flujos de capital también influyó notablemente sobre los tipos de cambio.

Diferenciales de tasas de interés y de crecimiento

Durante la primera parte de 2007, la persistencia de la volatilidad en niveles históricamente bajos hizo que los tipos de cambio evolucionaran en gran medida en función de los diferenciales de las tasas de interés y de las operaciones de *carry trade*. En este contexto, monedas de financiación como el yen y el franco suizo sufrieron presiones depreciatorias, al tiempo que se apreciaban otras de alta rentabilidad como los dólares australiano y neozelandés. Como el uso habitual de la expresión «*carry trade*» ha sido poco preciso, es importante subrayar que se refiere estrictamente a transacciones *apalancadas* que sacan partido del amplio diferencial entre las tasas de interés en distintas monedas y de la escasa volatilidad del tipo de cambio apostando por el incumplimiento de la paridad no cubierta de las tasas de interés. En la práctica, las *carry trade* suelen realizarse combinando una operación de divisas al contado y un *swap* de divisas, con el fin de obtener una posición a plazo «sintética» larga en la moneda de alta rentabilidad y corta en la otra. Esta operación se lleva a cabo de forma sintética y no mediante la toma directa de posiciones a plazo, básicamente por motivos de liquidez. Es importante señalar que estas transacciones son apalancadas porque no implican un desembolso de efectivo por adelantado.

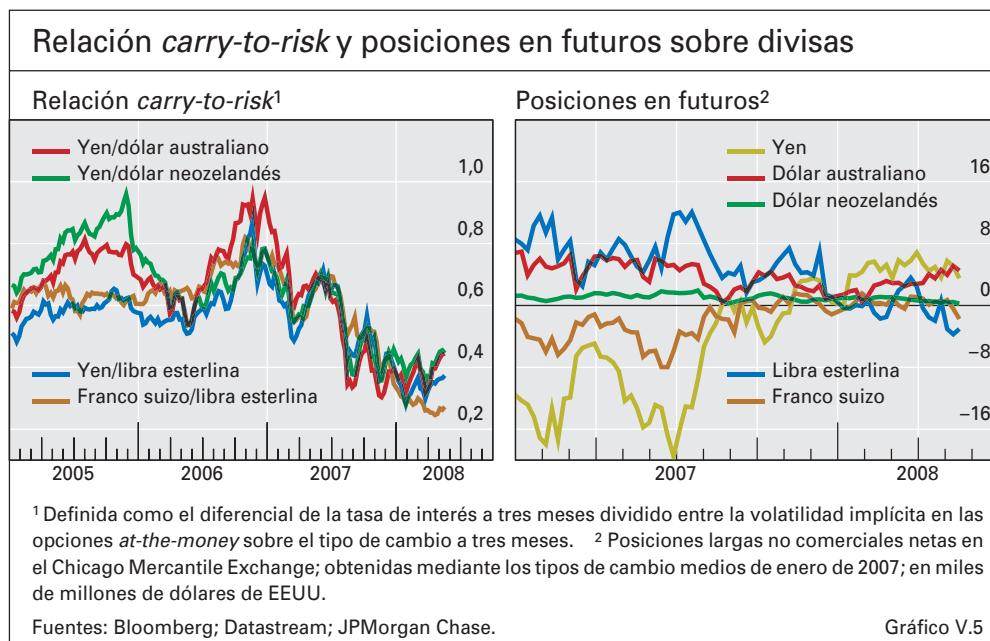
Las bruscas distorsiones en los principales mercados financieros iniciadas en agosto e intensificadas en noviembre redujeron seriamente la viabilidad de las operaciones de *carry trade*. La revaluación generalizada del riesgo y el súbito deterioro del apetito por el riesgo provocaron enormes caídas en los precios de una amplia gama de activos financieros, de tal modo que aumentó la volatilidad de los tipos de cambio y se invirtió la tendencia de algunas monedas utilizadas en las *carry trade*. Esta evolución es coherente con las variaciones experimentadas por indicadores simples del atractivo de estas operaciones, como el cociente *carry-to-risk*, que mide la relación entre los diferenciales de tasas de interés ajustados por el riesgo implícito en las opciones sobre divisas. Estos indicadores cayeron sustancialmente a partir de julio en los pares de monedas más habituales en operaciones de *carry trade*, básicamente por el repunte de las volatilidades implícitas documentado en la sección previa (véase el Gráfico V.5).

Aunque no se dispone de datos directos sobre el volumen de operaciones *carry trade* por ser en su mayoría posiciones fuera de balance, la evidencia indirecta sugiere un cierre sustancial de estas estrategias durante el segundo semestre de 2007. Por ejemplo, las posiciones abiertas no comerciales en futuros sobre divisas negociados en la Chicago Mercantile Exchange indican una brusca reducción durante ese periodo de las posiciones abiertas netas en las principales monedas utilizadas en *carry trades* (véase el Gráfico V.5). En este sentido, destaca el hecho de que las posiciones especulativas netas en yenes cambiaron de signo, tornándose largas a finales de 2007. Pese a algunas fuertes oscilaciones de los tipos de cambio a mediados de agosto, el cierre de estas operaciones no acarreó distorsiones importantes en los mercados de divisas al contado, como algunos observadores habían temido. De hecho, aunque el yen se apreció sustancialmente a partir de la segunda mitad de

Las operaciones de *carry trade* gozaron de atractivo en el primer semestre de 2007...

... pero luego lo perdieron en parte...

... y sufrieron importantes cancelaciones



2007, la cotización del dólar australiano, que había sido una de las principales monedas de inversión, continuó ganando terreno pese a su intensa depreciación inicial (véase el Gráfico V.2).

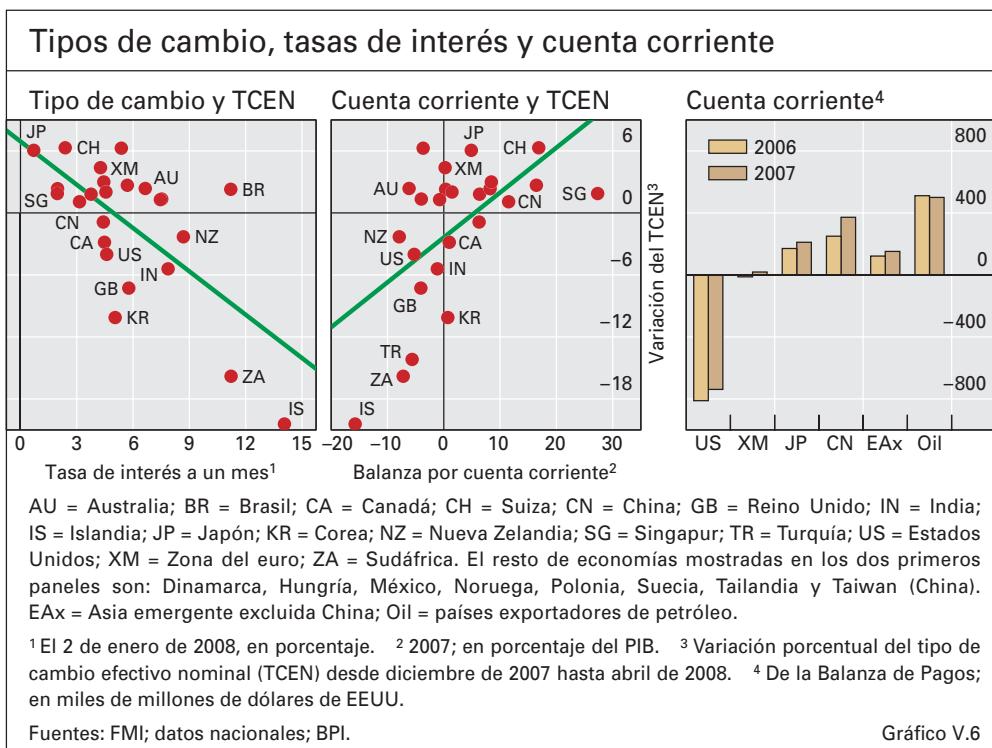
Conforme las operaciones de *carry trade* perdían atractivo, los agentes del mercado prestaron menos atención a los diferenciales observados de tasas de interés. De hecho, dentro del grupo de las principales monedas, la evolución más favorable en términos efectivos nominales en los tres primeros meses de 2008 correspondió a las dos divisas de menor rentabilidad: el yen y el franco suizo (véase el Gráfico V.6). La atención se desplazó hacia factores como los diferenciales de crecimiento, por su contenido informativo sobre la futura senda de política monetaria, cada vez más incierta. En este sentido, destaca que, pese a la extraordinaria relajación monetaria que tuvo lugar en Estados Unidos en enero de 2008, el dólar resistiera sorprendentemente bien al principio, cediendo únicamente a las nuevas presiones depreciatorias ante el marcado deterioro en febrero de la confianza de los mercados sobre las perspectivas de crecimiento económico. La rápida depreciación de la libra esterlina a finales de 2007, y de nuevo en marzo de 2008, también estuvo relacionada con revisiones a la baja de las cifras de crecimiento económico.

Balanza por cuenta corriente

El aumento de la aversión al riesgo otorgó mayor importancia a las balanzas por cuenta corriente. Entre las principales economías, Estados Unidos y el Reino Unido, ambos con elevados déficits por cuenta corriente, experimentaron un notable debilitamiento de sus monedas en los primeros meses de 2008. Además, las divisas de algunos países pequeños con abultados déficits, como Hungría, Islandia, Sudáfrica y Turquía, sufrieron importantes presiones depreciatorias conforme se intensificaban las turbulencias en los mercados financieros a finales de 2007 (véase el Gráfico V.6). Esta tendencia apunta a que los inversionistas podrían haberse mostrado reacios a financiar el

La atención del mercado se desplazó hacia las perspectivas de crecimiento...

... y las balanzas por cuenta corriente



endeudamiento externo de países considerados vulnerables a reverisiones de flujos de capital en un entorno de mayor volatilidad y menor apetito por el riesgo. Dado que muchos de estos países también mantenían elevadas tasas de interés, la presión a la baja sobre sus monedas podría haber reflejado, en cierta medida, el cierre de posiciones *carry trade*. Desde una perspectiva más amplia, la evolución de las principales monedas en el periodo analizado —especialmente la depreciación del dólar estadounidense y la apreciación del yen— resulta acorde con una reducción, o al menos una estabilización, de los desequilibrios mundiales (véase el Gráfico V.6).

Política cambiaria

Las intervenciones de los bancos centrales en el mercado cambiario continuaron ejerciendo una considerable influencia sobre algunas divisas. Las reservas oficiales crecieron en más de 1,3 billones de dólares en 2007, un ritmo muy superior al del año anterior (véase el Cuadro V.1). El grueso del aumento siguió concentrándose en Asia, sobre todo en China, aunque la tasa de acumulación se duplicó con creces en América Latina, debido principalmente a un acusado incremento de las reservas brasileñas. Rusia también siguió registrando fuertes incrementos en su volumen de reservas, al igual que otros países exportadores de petróleo. Los superávits por cuenta corriente y las continuas entradas de capital fueron de nuevo los principales determinantes de la acumulación de reservas en las economías de mercado emergentes. Así, por ejemplo, algunos países de América Latina recibieron sustanciales flujos de capital en el segundo semestre de 2007 (véase el Capítulo III). Pese a todo, las monedas de algunos de los países que acometieron las mayores intervenciones en los mercados de divisas —China y Brasil— registraron notables apreciaciones (véase el Gráfico V.2).

La acumulación de reservas cobró impulso...

Variación anual de las reservas oficiales de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Pro memoria: en circulación (dic 2007)
	A los tipos de cambio vigentes						
Total	358,6	617,1	723,1	426,2	862,0	1.356,0	6.392,8
Economías industriales avanzadas	117,4	216,2	198,0	-23,1	102,1	97,5	1.501,2
Estados Unidos	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	4,9	45,8
Zona del euro	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	19,4	203,5
Japón	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	73,4	948,4
Asia	173,9	264,1	363,7	250,2	396,0	694,9	2.912,6
China	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	461,9	1.528,3
Corea	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	23,4	261,8
Filipinas	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	10,2	30,1
Hong Kong RAE	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	19,5	152,6
India	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	96,4	266,6
Indonesia	3,7	4,0	-0,0	-1,8	7,9	13,9	54,7
Malasia	3,8	10,4	22,1	4,5	12,3	18,9	100,6
Singapur	6,4	13,9	16,4	3,9	20,1	26,7	162,5
Tailandia	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	20,0	85,1
Taiwan, China	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	4,2	270,3
América Latina ¹	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	126,7	397,2
Argentina	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	13,8	44,2
Brasil	1,6	11,7	3,6	0,8	31,9	94,3	179,4
Chile	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	-2,5	16,7
México	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	10,9	86,3
Venezuela	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	-5,2	23,7
ECO ²	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	42,2	223,6
Oriente Medio ³	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	34,5	135,9
Rusia	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	168,7	464,0
<i>Pro memoria: exportadores netos de petróleo⁴</i>	27,7	67,0	100,0	114,8	216,2	255,2	958,8

¹ Países enumerados además de Colombia y Perú. ² Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumanía. ³ Kuwait, Libia, Qatar y Arabia Saudita. Para Arabia Saudita, excluye la inversión en títulos extranjeros. ⁴ Argelia, Angola, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Rusia, Venezuela y Oriente Medio.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Cuadro V.1

... pero con costes financieros y económicos más evidentes

La considerable depreciación del dólar puso aún más de manifiesto los costes de los regímenes cambiarios estrechamente ligados a esa moneda, lo que alimentó la especulación sobre un posible reajuste de las políticas cambiarias en una serie de países. Especial atención recibieron los países del Golfo Pérsico, donde la persistente caída del dólar estadounidense y la consiguiente relajación de las condiciones monetarias reforzaron los efectos de la fuerte mejora de sus términos de intercambio y contribuyeron a un aumento de la inflación. En mayo de 2007, Kuwait abandonó su régimen de tipo de cambio fijo frente al dólar de Estados Unidos, vigente desde 2003, para pasar a vincularlo a una cesta de divisas. A finales de abril de 2008, el dinar kuwaití se había apreciado un 8% frente al dólar, pero permanecía estable en

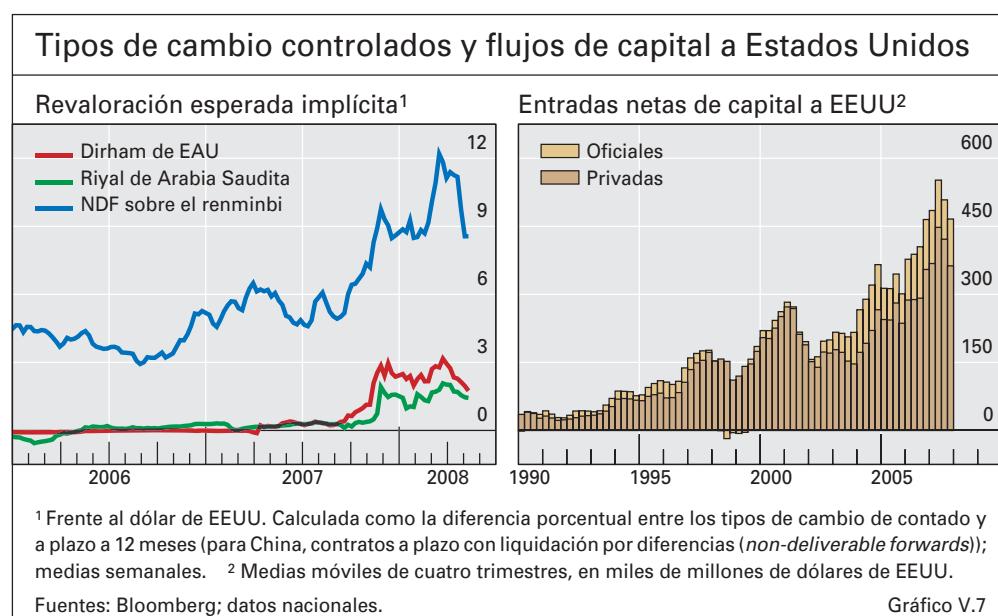
términos efectivos nominales. Más tarde se especuló con la posibilidad que Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Qatar siguieran el ejemplo kuwaití (véase el Gráfico V.7). Estas economías sufrieron fuertes presiones inflacionistas y altos funcionarios de las dos últimas confirmaron la posibilidad de una modificación del régimen cambiario. Simultáneamente, China registró la tasa de inflación más alta de los últimos 11 años y el renminbi alcanzó nuevos máximos frente al dólar estadounidense, alimentando especulaciones sobre la posibilidad de que las autoridades chinas estuvieran permitiendo un mayor ritmo de apreciación de su moneda (véase el Gráfico V.7). Los bruscos recortes de las tasas de interés oficiales en Estados Unidos y la depreciación acelerada del dólar también incrementaron los costes financieros de la acumulación de reservas, reforzando la percepción de que los bancos centrales podrían verse presionados para limitar sus intervenciones cambiarias.

En este marco, los analistas del mercado apuntaron también la posibilidad de importantes reajustes en la composición de las reservas oficiales de divisas en detrimento del dólar estadounidense. Aunque los flujos de capital público hacia Estados Unidos son pequeños comparados con las entradas netas del sector privado, pueden ser significativos por su potencial para anclar las expectativas de los agentes privados (véase el Gráfico V.7). Así pues, las noticias sobre posibles oscilaciones de estos flujos oficiales y de sus volúmenes acumulados pueden, en ocasiones, mover los mercados. Dicho esto, la composición por monedas de las reservas de divisas suele evolucionar gradualmente. Los datos del FMI al respecto muestran que el dólar estadounidense continuaba siendo la moneda predominante en el cuarto trimestre de 2007, rondando su participación en las reservas totales el 64%, prácticamente sin cambios respecto al año anterior.

Otros acontecimientos destacados en política cambiaria no guardaron relación directa con la debilidad del dólar estadounidense. Así, el banco central de Hungría abandonó en febrero de 2008 la banda de fluctuación del forint

Atención continua a posibles cambios en la composición de las reservas de divisas

Reajustes de las políticas cambiarias en algunos países



frente al euro en favor de una flotación libre. Tras un repunte inicial de su cotización por la sorpresa ante el cambio introducido, el forint se depreció ligeramente, pero a finales de abril de 2008 su cambio con el euro regresó a niveles casi idénticos a los de comienzos de año. En Tailandia, el banco central suprimió en marzo de 2008 los controles de capitales en vigor desde diciembre de 2006, aludiendo a la mejora de las condiciones del mercado y a las dificultades para imponer su cumplimiento.

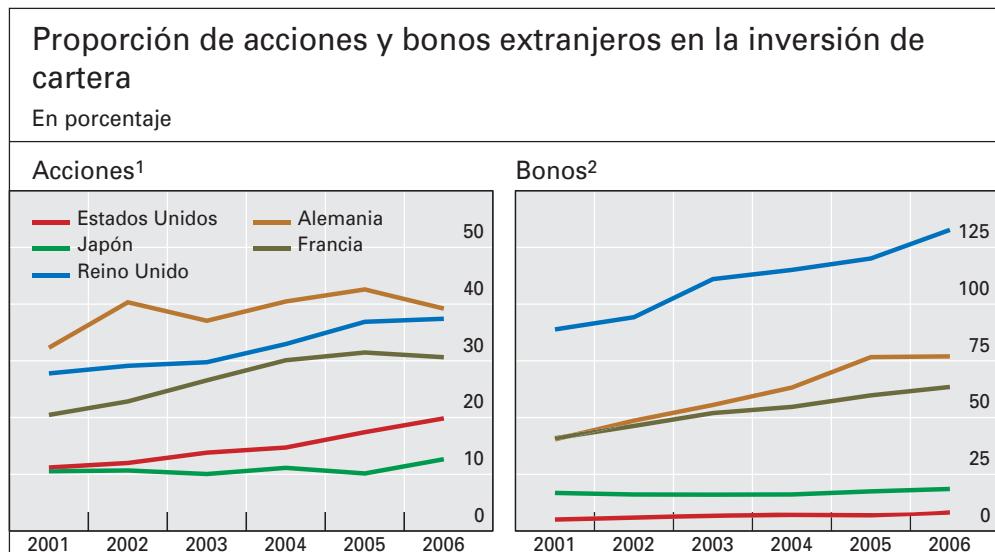
Tendencias en los flujos de capital

Fuerte tendencia hacia la diversificación internacional...

... especialmente en Japón y Estados Unidos

La tendencia hacia una mayor diversificación internacional de los activos está detrás de los notables cambios registrados en el último lustro en la pauta seguida por los flujos de capital entre países. El mejor acceso a las oportunidades de inversión internacional y la mayor importancia otorgada a la rentabilidad por los inversionistas de numerosos países han contribuido a reducir el grado en que los inversionistas de un país sobreponeran los activos nacionales en sus carteras, fenómeno conocido como «sesgo nacional». Estos factores siguieron ejerciendo una notable influencia sobre los tipos de cambio durante el periodo analizado.

Aunque la falta de datos dificulta la estimación precisa del sesgo nacional por países, pueden obtenerse indicadores aproximados examinando las tendencias en el comportamiento de los inversionistas. La Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera del FMI (CPIS, por sus siglas en inglés) ofrece información útil sobre la evolución de la distribución internacional de la inversión de cartera para un gran número de países. La encuesta indica que, en el caso de las principales economías de mercado, la proporción de bonos y acciones extranjeros en las carteras totales de renta fija y variable



¹ El total de acciones extranjeras mantenidas por el país *i* dividido entre su cartera total de acciones, la cual equivale a la capitalización bursátil más las acciones extranjeras mantenidas por el país *i* menos las acciones del país *i* en manos de extranjeros. ² El total de títulos de deuda extranjeros mantenidos por el país *i* dividido entre su cartera total de títulos de deuda, la cual equivale a los títulos de deuda doméstica en circulación más los activos del país *i* frente al exterior menos títulos de deuda del país *i* en manos de extranjeros.

Fuentes: FMI; Bloomberg; World Federation of Exchanges; BPI.

Gráfico V.8

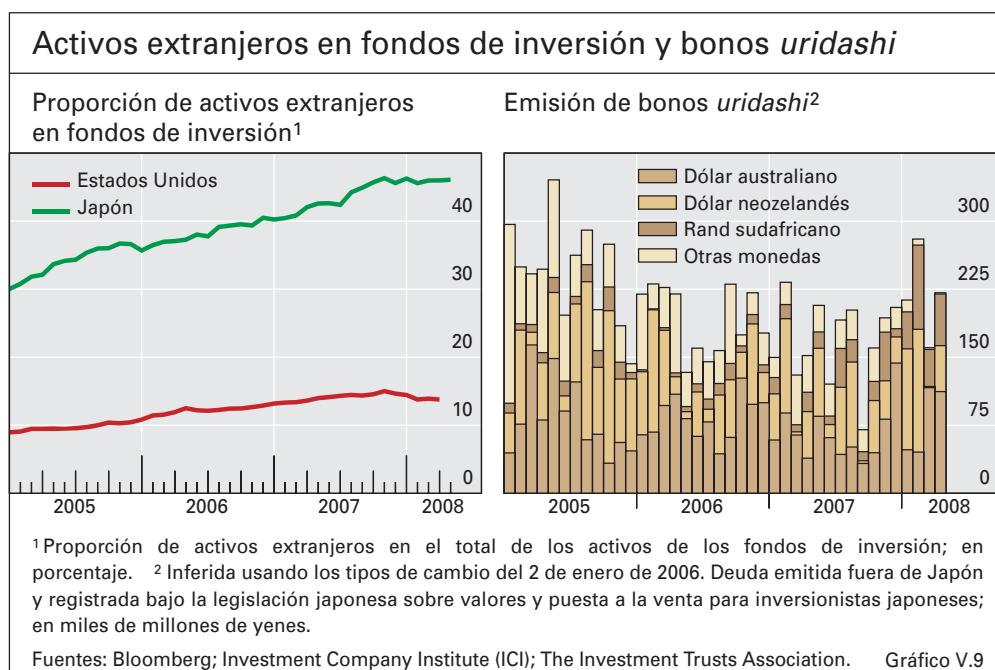
mantiene una tendencia creciente desde 2001 (véase el Gráfico V.8). Por lo que respecta a las inversiones en acciones, parece que los residentes en Japón y Estados Unidos han acelerado en los últimos años la reasignación de sus carteras en favor de una mayor participación de activos extranjeros. Datos más recientes revelan la continuidad de esta tendencia en 2007, ya que la proporción de fondos de inversión japoneses y estadounidenses que invierten en activos extranjeros mantuvo una firme trayectoria ascendente hasta mediados de 2007 (véase el Gráfico V.9). A partir del inicio de las turbulencias en los mercados financieros, estas proporciones parecen haberse estabilizado, pero no retrocedido.

La inversión en bonos en moneda extranjera por minoristas japoneses es otro llamativo ejemplo de esta tendencia a la diversificación. La emisión de estos valores (conocidos como bonos *uridashi*) ha venido impulsada por la intensa demanda de dichos inversionistas sobre todo de bonos denominados en monedas de alta rentabilidad como los dólares australiano y neozelandés (véase el Gráfico V.9). Estas inversiones continuaron generando importantes salidas de capital desde Japón en 2007, con un notable repunte de los bonos *uridashi* denominados en rands sudafricanos en el segundo semestre de 2007 y los primeros meses de 2008.

La acentuada expansión de las carteras de activos extranjeros en Japón y Estados Unidos podría ser en parte reflejo del sesgo nacional históricamente elevado observado en estos dos países. En el caso de Estados Unidos, el desproporcionado peso de los activos nacionales podría haberse debido en el pasado al excepcional grado de profundidad y amplitud de sus mercados financieros, que permitían buenas oportunidades de diversificación sin necesidad de recurrir a activos extranjeros. En Japón, el hecho de que el descenso actual del sesgo nacional haya venido acompañado de cambios en la regulación —como la privatización del sistema de ahorro

Los bonos en moneda extranjera también se han popularizado en Japón

El sesgo nacional ha sido históricamente elevado en Japón y Estados Unidos



postal—, de una mayor disponibilidad de vehículos de inversión alternativos y de cambios en las tendencias demográficas sugiere que la diversificación hacia activos extranjeros estaba parcialmente inhibida por factores estructurales. También es probable la intervención de otros factores de índole más cíclica, como la continua tendencia a la apreciación del yen en las décadas de los 80 y los 90, que redujo la rentabilidad de invertir en el extranjero. De hecho, el repunte de la diversificación internacional ha coincidido con un periodo de prolongada debilidad del yen a partir de 2004 y con tasas de interés internas excepcionalmente bajas.

La tendencia a la diversificación ha influido notablemente en los tipos de cambio

La tendencia hacia una mayor diversificación internacional ha influido significativamente en la evolución de los tipos de cambio. Haciendo abstracción del resto de factores, el repunte de la inversión en el exterior por los residentes de un país probablemente genere presiones depreciatorias marginales sobre su moneda nacional. Sin embargo, en el caso del dólar estadounidense, dado el enorme peso de esta economía en los mercados financieros internacionales, es probable que la reducción del sesgo nacional en otros países haya generado aumentos desproporcionados de la inversión extranjera en activos estadounidenses que hayan contrarrestado la mayor inversión exterior de los residentes en Estados Unidos, con un efecto neto ambiguo sobre la cotización del dólar.

Precios de las materias primas

Los altos precios de las materias primas estimularon algunas monedas

El pronunciado encarecimiento de las materias primas fue un factor determinante de la evolución de las monedas de una serie de países en el periodo analizado. Las fuertes mejoras de los términos de intercambio impulsaron las monedas de países exportadores de materias primas diversificados como Australia y Brasil. Este efecto resultó particularmente notorio en el caso del dólar australiano, que mantuvo su fortaleza pese a la importante cancelación de operaciones de *carry trade* ocurrida en el segundo semestre de 2007. Los elevados precios del petróleo también impulsaron en general la cotización de las monedas de países exportadores de energía, como Canadá y Noruega, si bien la primera se debilitó un tanto hacia finales de 2007 ante el deterioro de las perspectivas económicas. Pese a que el rublo ruso alcanzó en marzo de 2008 un máximo de nueve años frente al dólar estadounidense, su cotización a lo largo de 2007 registró una continua depreciación en términos efectivos nominales.

La resistencia del mercado de divisas a largo plazo

Como se señaló anteriormente, el impacto de las fuertes turbulencias en los mercados financieros internacionales durante el periodo analizado no se distribuyó uniformemente por los diferentes segmentos del mercado de divisas. Desde una perspectiva de largo plazo, se han venido produciendo importantes desarrollos que podrían afectar a la flexibilidad de los mercados de divisas, como, por ejemplo, un mayor volumen de contratación y una operativa más diversificada, así como mejoras en las infraestructuras de gestión de riesgos.

Mayor volumen de contratación y creciente diversificación de los participantes

El volumen de negociación en los mercados de divisas ha seguido creciendo con rapidez en los últimos años. Entre 2001 y 2007, el volumen conjunto de todos los instrumentos negociados creció a un promedio del 18% anual, hasta alcanzar una media diaria de 3,5 billones de euros (véase el Cuadro V.2). Las transacciones al contado aumentaron continuamente a una tasa anual del 17% durante el mismo periodo, mientras que el mercado de *swaps* de divisas experimentó un crecimiento enorme, ya que casi duplicó su volumen entre 2004 y 2007.

Fuerte crecimiento del volumen de negociación

Simultáneamente, se ha diversificado la composición por monedas del volumen negociado en los mercados de divisas. La Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad de los Mercados de Divisas y Derivados más reciente muestra que el dólar estadounidense continúa siendo la moneda predominante en los mercados de divisas, al utilizarse en aproximadamente el 86% de todas las operaciones en divisas realizadas en abril de 2007. Sin embargo, la participación de las tres divisas más negociadas —dólar estadounidense, euro y yen— disminuyó entre 2001 y 2007. Los dólares australiano, neozelandés y de Hong Kong, así como la corona noruega, se cuentan entre las monedas cuya participación creció más durante ese periodo. En líneas más generales, la importancia relativa de las divisas de mercados emergentes, sobre todo del renminbi y de la rupia india, también aumentó durante el mismo periodo.

Mayor diversificación de la composición por monedas

La composición de los participantes en los mercados de divisas también ha sufrido cambios notables. Los datos de la Encuesta Trienal muestran un fuerte aumento de la presencia de instituciones financieras no declarantes, que incluye *hedge funds*, compañías de seguros y fondos de pensiones (véase el Cuadro V.3). Entre 2004 y 2007, el crecimiento de este segmento representó más de la mitad del aumento del volumen negociado en el mercado de divisas y casi la mitad del incremento de las operaciones al contado.

Creciente importancia de los clientes del sector financiero...

Volumen de negociación global en el mercado de divisas¹

Promedios diarios en abril, en miles de millones de dólares de EEUU

	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Operaciones de contado	394	494	568	387	631	1.005
Contratos a plazo <i>outright</i>	58	97	128	131	209	362
<i>Swaps</i> de divisas	...	...	10	7	21	32
<i>Swaps</i> cruzados	324	546	734	656	954	1.714
Opciones sobre tipos de cambio	...	...	87	60	117	212
Otros derivados sobre tipos de cambio	...	...	0	0	2	0
Brecha estimada en la declaración	44	53	53	30	90	151
Total	820	1.190	1.580	1.270	2.025	3.475
<i>Pro memoria: total a tipos de cambio de abril de 2007</i>	880	1.150	1.750	1.510	2.110	3.475

¹ Cifras ajustadas por doble contabilización local y transfronteriza.

Fuente: BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007.

Cuadro V.2

Volumen de negociación en el mercado de divisas por tipo de contraparte¹

Promedios diarios en abril, en miles de millones de dólares de EEUU

	1998	2001	2004	2007
Operaciones de contado con:				
Intermediarios declarantes	347	218	310	426
Otras instituciones financieras	121	111	213	394
Clientes no financieros	99	58	108	184
Volumen agregado con:				
Intermediarios declarantes	614	503	707	966
Otras instituciones financieras	178	235	421	945
Clientes no financieros	166	115	169	409

¹ Cifras ajustadas por doble contabilización local y transfronteriza. Excluye brechas estimadas en la declaración. Dado que el desglose por contrapartes no es exhaustivo, la suma de los componentes del cuadro puede no coincidir con el total publicado en la encuesta trienal.

Fuente: BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007.

Cuadro V.3

... por motivos tanto cíclicos...

Existen factores tanto cíclicos como estructurales que explican el crecimiento relativamente rápido del volumen de divisas negociado por las instituciones financieras no declarantes. Por lo que respecta a los cíclicos, la actividad inversionista contó hasta 2007 con el estímulo de una reducida volatilidad y las tendencias de los tipos de cambio, que generaron atractivas rentabilidades ajustadas al riesgo en los mercados de divisas durante gran parte de los últimos seis años. Otro factor explicativo podría haber sido la ya mencionada diversificación internacional de las carteras minoristas, no sólo por las compras iniciales con el objetivo de diversificar, sino posiblemente también por la estrategia de cobertura permanente del riesgo cambiario. Además, se han producido al menos tres cambios estructurales significativos que han dado lugar no sólo a un mayor volumen de contratación, sino también a una mayor diversidad de los participantes en este segmento.

... como estructurales, incluidos: crecimiento del *prime brokerage*:

En primer lugar, la prestación unificada de servicios de intermediación financiera (*prime brokerage*) ha experimentado un notable desarrollo. Un *prime broker*, normalmente un gran banco, presta a sus clientes toda una gama de servicios, por ejemplo autorización para negociar por cuenta propia a nombre del intermediario principal —con sujeción a límites de crédito y aportación de garantías—. Esto ha permitido a sus clientes, habitualmente pequeñas instituciones financieras como *hedge funds*, utilizar la calificación crediticia del intermediario principal para obtener liquidez a un coste inferior al que les correspondería. A cambio de asumir el riesgo de crédito del cliente, estos intermediarios perciben ingresos por comisiones y gozan de mayores oportunidades para vender otros productos. El *prime brokerage* creció con rapidez a finales de los años 90 y en los primeros años de la presente década, aumentando con ello la competitividad y reduciendo las comisiones. Desde la perspectiva de la profundidad del mercado, el crecimiento de esta actividad ha propiciado una participación más activa de los *hedge funds* en los mercados de divisas, aunque las recientes turbulencias en los mercados financieros podrían haber moderado la concesión de crédito a esas instituciones por parte de los *prime brokers*.

En segundo lugar, se ha producido una rápida expansión de la operativa automatizada, también denominada negociación algorítmica. Estimulada por la aparición de sistemas de negociación electrónica, esta operativa ha permitido a algunas instituciones financieras, especialmente *hedge funds*, aprovechar las nuevas estrategias de contratación, como las operaciones de alta frecuencia. Al mismo tiempo, numerosas entidades financieras han accedido también a estrategias de negociación algorítmica para incrementar la eficiencia. Por ejemplo, las pequeñas operaciones al contado pueden desviarse hacia « motores de negociación automatizada», liberando así a los operadores para que puedan dedicarse a transacciones complejas, y las operaciones de cobertura pueden automatizarse para mejorar la gestión de riesgos. Las estimaciones de la importancia de la negociación algorítmica oscilan entre más de un 20% en las transacciones al contado, que son relativamente sencillas, y prácticamente cero en las opciones sobre divisas, cuyo grado de homogeneidad es menor. La mayoría de los analistas coinciden en señalar un rápido crecimiento de la negociación algorítmica a partir de 2005.

la negociación algorítmica;

En tercer lugar, se ha incrementado notablemente la presencia de inversionistas minoristas, sobre todo en los últimos cinco años. Algunas estimaciones sugieren que el volumen de divisas contratado por éstos ha venido creciendo en torno al 30% anual, representando actualmente alrededor del 2% del volumen negociado total y un 10% de las operaciones al contado realizadas fuera del mercado interbancario. Aunque la negociación minorista de divisas tiene notable importancia en Estados Unidos, buena parte del crecimiento de este segmento en los últimos años se ha originado en Asia, especialmente en Japón. La principal innovación relacionada con este segmento proviene de los agregadores de divisas al por menor, que mediante sofisticadas plataformas en Internet facilitan a sus clientes la negociación apalancada de divisas. Los precios que cotizan estos agregadores suelen mantener diferenciales relativamente estrechos frente a los tipos de cambio al por mayor; en el caso del dólar estadounidense frente al euro, el diferencial puede ser tan reducido como dos *pips*. Numerosos agregadores subcontratan la provisión de liquidez con grandes bancos especializados en la negociación de divisas al por mayor mediante acuerdos de «marca blanca». Al igual que en la negociación algorítmica, los avances tecnológicos han sido fundamentales en el desarrollo de este nuevo segmento del mercado.

y demanda de los minoristas

Mejoras en la gestión de riesgos

Otro desarrollo clave de los últimos años fue el resultado de los esfuerzos por mejorar la gestión del riesgo de liquidación en los mercados de divisas. En 1996, una encuesta sobre el riesgo de liquidación en las transacciones en divisas realizada por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS), con sede en el BPI, confirmó que algunas instituciones financieras se enfrentaban en sus operaciones en divisas a riesgos de liquidación extremadamente elevados en relación con su capital. Dada la amplitud de los riesgos y el volumen de negociación de los mercados de divisas, se entendió que esta situación planteaba un serio riesgo para el sistema financiero internacional. En respuesta, los bancos centrales del G-10 elaboraron una estrategia

El riesgo de liquidación ha sido especial motivo de preocupación...

para reducir el riesgo de liquidación en los mercados de divisas, exigiendo la adopción de medidas por parte de bancos individuales, agrupaciones sectoriales y bancos centrales.

... conllevo la creación de CLS...

Un importante resultado de esta estrategia fue la constitución en 2002 de CLS por destacados agentes privados de los mercados de divisas. CLS presta a sus miembros un servicio de liquidación de «pago contra pago» que, al garantizar la liquidación final simultánea de las dos monedas utilizadas en una determinada transacción, elimina el riesgo clave que surge cuando un tramo de la transacción se liquida antes que el otro, como suele suceder con los mecanismos tradicionales de liquidación mediante banca corresponsal. El valor de las operaciones en divisas liquidado a través de CLS ha registrado un crecimiento continuo desde su creación. Otra encuesta realizada por el CPSS en abril de 2006 reveló que alrededor de un 55% de las obligaciones de pago en divisas se liquidaban a través de CLS y que 550 instituciones habían utilizado esta plataforma para liquidar transacciones en 15 monedas, ya sea de forma directa como miembros de CLS o indirectamente en calidad de terceros. El CPSS estima que los riesgos de liquidación habrían sido tres veces superiores a los declarados si se hubieran utilizado otros métodos, como el mecanismo tradicional de corresponsalía bancaria.

... y la adopción de otras medidas en curso

Aunque CLS permite reducir considerablemente el riesgo, aún persisten importantes exposiciones al mismo. En torno al 32% de las obligaciones de pago en divisas se liquidan mediante los mecanismos tradicionales de banca corresponsal, y la mitad de ellas se encuentran expuestas a riesgos no sólo intradía, sino también a un día. Además, existe la posibilidad de retomar malos hábitos, especialmente en un entorno de pautas de negociación cambiantes y presiones por el lado de los costes, como ilustran las órdenes de compraventa de importe reducido procedentes de la negociación algorítmica. En este sentido, el CPSS ha recomendado adoptar una serie de medidas —la acción directa de instituciones individuales, nuevos servicios y labores educativas por agrupaciones sectoriales, y prestación de servicios generales por los bancos centrales— que permitan a las instituciones reducir o controlar mejor sus riesgos de liquidación de operaciones en divisas.

Implicaciones para la capacidad de recuperación del mercado

Es probable que la resistencia de los mercados de divisas haya aumentado con el tiempo...

Las tendencias anteriormente señaladas posiblemente han contribuido a la capacidad de recuperación observada en el mercado de divisas hasta la fecha, particularmente en el mercado al contado. El sostenido crecimiento del volumen de contratación, en la medida en que es de carácter estructural, seguramente ha aportado liquidez adicional, reforzando la capacidad del mercado para absorber con facilidad transacciones individuales de cuantía elevada sin efectos significativos sobre los precios. Al mismo tiempo, la creciente diversidad de los agentes y su previsible heterogeneidad de opiniones pueden haber añadido mayor profundidad al mercado. Por último, es probable que la reducción de los riesgos crediticios generados en el transcurso de la compensación y liquidación de contratos de divisas en el mercado interbancario haya estimulado la predisposición de los participantes a realizar operaciones, dotando con ello de una profundidad aún mayor al mercado.

Pese a estas tendencias, hay motivos para mantener la vigilancia ante la evolución de los mercados de divisas e impulsar mejores prácticas de gestión de riesgos. En primer lugar, el hecho de que el mercado de divisas no haya estado en el epicentro del actual episodio de turbulencia y que los segmentos del mercado más relacionados con este episodio hayan registrado algunas perturbaciones revela sin duda la necesidad de ser cautos. En segundo lugar, la mayor profundidad del mercado resultante de la entrada de participantes nuevos, como instituciones muy apalancadas y de la expansión de ciertas técnicas de negociación, especialmente la negociación algorítmica, podría no ser ajena a riesgos concomitantes. Por ejemplo, cabe la posibilidad de que un repunte de la aversión al riesgo induzca la retirada simultánea de la mayoría de participantes, reduciendo así su liquidez y profundidad, especialmente en un contexto de operaciones apalancadas. En este sentido, parte del mayor volumen de contratación observado podría representar una «liquidez estacional» que añade profundidad al mercado en épocas de bonanza, pero que desaparece durante períodos de tensión. Por último, aunque la migración hacia CLS ha sido por ahora fluida, el sistema aún no ha tenido ocasión de ser probado a fondo ante eventuales problemas de liquidación de alguna importante institución en el mercado de divisas.

... pero persisten algunos riesgos

VI. Los mercados financieros

Aspectos más destacados

Entre junio de 2007 y mediados de mayo de 2008, la preocupación por las pérdidas en el segmento de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos creció hasta convertirse en un brote de tensión financiera generalizada, lo que hizo temer por la estabilidad de bancos y otras entidades financieras. Lo que en un principio parecía un problema contenido acabó extendiéndose con rapidez a otros segmentos de crédito y al mercado financiero en general, hasta el punto de que importantes componentes del sistema financiero quedaron prácticamente inoperantes. La progresiva demanda de liquidez, junto con la creciente incertidumbre sobre el riesgo de contraparte, provocó presiones sin precedentes en los principales mercados interbancarios, al tiempo que los rendimientos de los bonos en las economías industriales avanzadas se desplomaban por la búsqueda de activos seguros por parte de los inversionistas, en un contexto de temor a un posible debilitamiento del crecimiento económico. Las bolsas de las economías industriales avanzadas también se vieron afectadas, con caídas sustanciales de las acciones financieras. El contrapunto positivo lo pusieron los mercados financieros emergentes que, a diferencia de lo ocurrido durante otros episodios de tensión generalizada en los mercados de activos, salieron mejor parados que los de las economías industriales avanzadas.

Las turbulencias financieras, que estallaron a mediados de junio de 2007, se han desarrollado en seis etapas: (i) una brusca ampliación de los diferenciales de productos hipotecarios, a consecuencia de rebajas a gran escala de la calificación crediticia de los activos procedentes de la titulización de hipotecas de alto riesgo y del cierre de varios *hedge funds* expuestos a estos productos; (ii) a partir de mediados de julio, la oleada de ventas se extiende a otros mercados, crediticios y no crediticios, incluido el de productos estructurados en general; (iii) desde finales de julio, las turbulencias afectan al crédito a corto plazo, especialmente a los mercados monetarios interbancarios; (iv) desde mediados de octubre, los problemas se expanden por el sistema financiero, afectando incluso a las entidades aseguradoras de bonos; (v) desde principios de 2008, mercados cada vez más atrofiados en un contexto de marcado empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas estadounidenses, unido al creciente temor ante potenciales riesgos sistémicos, al ampliarse de forma inusual los diferenciales de activos de mayor calidad; y (vi) fase de recuperación después de que la Reserva Federal facilitara la absorción de un banco de inversión estadounidense en dificultades en marzo de 2008.

Crónica de la convulsión en los mercados de crédito en 2007–08

Los mercados internacionales de crédito registraron ventas masivas durante el periodo analizado, al unirse el desapalancamiento generalizado a la incertidumbre por el tamaño y la valoración de los riesgos crediticios asumidos. La cadena de acontecimientos comenzó con lo que parecía ser un problema circunscrito al segmento de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, pero que más tarde se extendió con rapidez a otros mercados. En un contexto de condiciones financieras relativamente acomodaticias y de muy baja aversión al riesgo, el uso de derivados de crédito y la innovación financiera en los procesos de titulización de activos habían favorecido un elevado apalancamiento en el conjunto del sector financiero. Cuando empezaron a deshacerse estas posiciones apalancadas ante las pérdidas derivadas de las hipotecas de alto riesgo, el deterioro de los precios se tradujo en la exigencia de reposición de garantías y en un mayor desapalancamiento. Al evaporarse la liquidez, las valoraciones sufrieron mayores presiones a la baja y se volvieron más inciertas. La consiguiente desinversión en los mercados disparó un ajuste brusco y desordenado de los precios de los activos de riesgo, que se prolongó durante la mayor parte del periodo.

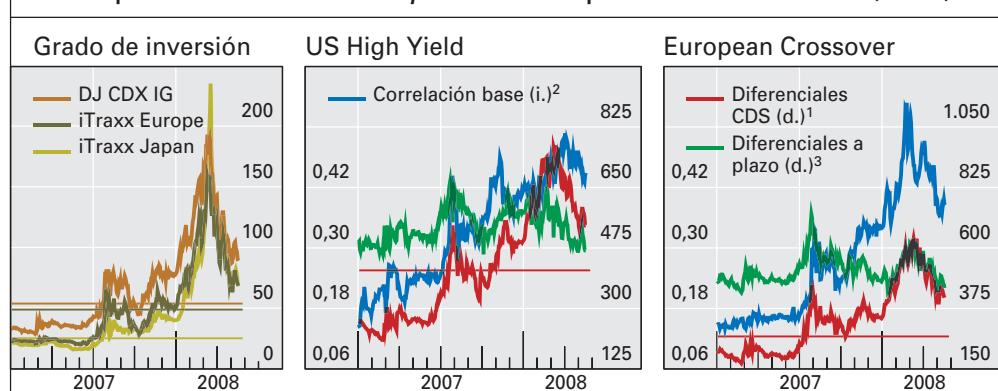
Durante este proceso, los diferenciales de rendimiento se ampliaron significativamente en distintos mercados, en comparación con los niveles inusualmente bajos registrados a principios de 2007 (véase el Gráfico VI.1). La ampliación de los diferenciales coincidió con un aumento sustancial de la volatilidad implícita de las opciones sobre índices de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) (véase el Gráfico VI.2, panel derecho). Tras repuntar al comienzo de las turbulencias, las volatilidades han permanecido elevadas en comparación con los niveles observados desde la creación del índice en 2002–03, lo que implica una mayor incertidumbre sobre la evolución a corto

Ventas generalizadas en los mercados crediticios...

... en lo que comenzó como una crisis de hipotecas de alto riesgo

Los diferenciales se ampliaron bruscamente...

Principales índices de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS)¹

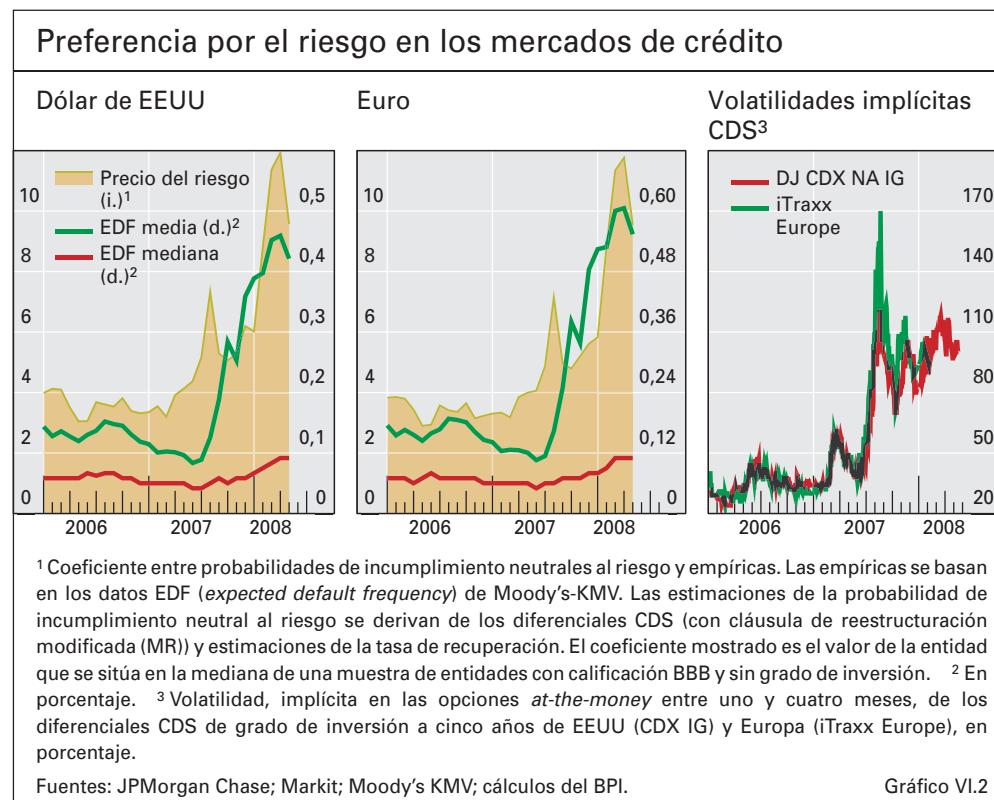


¹ Rango intercuartil (*mid-spread*), en puntos básicos, relativo al índice más reciente de CDS a cinco años con grado de inversión (DJ CDX IG, iTraxx Europe, iTraxx Japan) e inferiores (DJ CDX High Yield, iTraxx Crossover). Las líneas horizontales indican los valores medios antes de 2007 (DJ CDX IG: 2003–06; iTraxx Europe: 2002–06; iTraxx Japan: 2004–06; DJ CDX High Yield: 2001–06; iTraxx Crossover: 2003–06).

² Correlación de incumplimientos implícita en los precios para los tramos de pérdida 0–10% con referencia a sus respectivos índices. ³ Diferencial implícito de los CDS a cinco años, para un plazo a cinco años vista, calculado para una tasa de recuperación del 40% asumiendo un horizonte temporal continuo y la acumulación de cupones, en puntos básicos.

Fuentes: JPMorgan Chase; Markit; cálculos del BPI.

Gráfico VI.1



... y las volatilidades repuntaron...

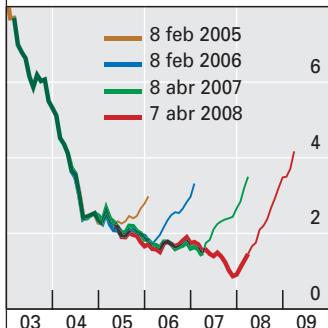
... hasta niveles acordes al fuerte aumento de las tasas de impago

plazo. El desplome de la tolerancia al riesgo por los inversionistas provocó a su vez un brusco aumento de la prima de riesgo de los productos crediticios (véase el Gráfico VI.2, paneles izquierdo y central). La valoración del riesgo de crédito, calculada a partir de las probabilidades de impago empíricas e implícitas en los diferenciales para prestatarios con peor calificación crediticia, aumentó significativamente en junio y julio, y posteriormente en 2008.

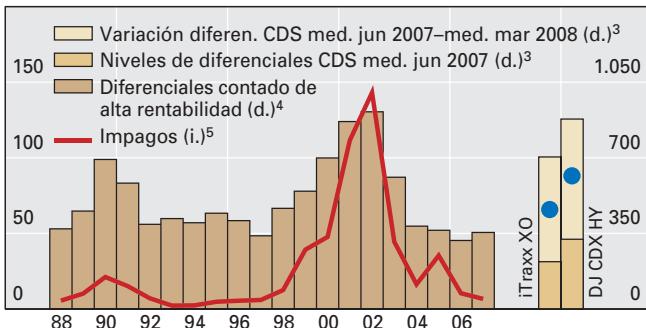
A pesar de la recuperación que se produjo en la última parte del periodo analizado, a mediados de mayo de 2008 los diferenciales se habían ampliado hasta niveles comparables con los máximos alcanzados en ciclos anteriores, lo que resulta congruente con la percepción del mercado de un notable incremento del riesgo de impago. En los últimos años, las tasas de impago de la deuda corporativa se habían mantenido invariablemente por debajo de las previsiones de las agencias de calificación, situándose en niveles muy bajos tanto en términos relativos como en volumen (véase el Gráfico VI.3). Sin embargo, al contrario que en años anteriores, las correlaciones de impago obtenidas a partir de los índices basados en productos estructurados por tramos eran elevadas, lo que sugiere que los mercados concedían más importancia al riesgo de un incremento brusco de las tasas de impago. A su vez, la relativa estabilidad de los diferenciales implícitos a futuro para el medio y largo plazo indicaba que una parte importante de este riesgo añadido ya se descontaba en los horizontes más cortos (véase el Gráfico VI.1, paneles central y derecho). Al mismo tiempo, aun en sus niveles más elevados de marzo de 2008, los diferenciales de los CDS de alta rentabilidad se mantuvieron alrededor de 250 puntos básicos por debajo de los máximos comparables en el mercado de contado observados en septiembre de 2002. Todo ello, unido a las favorables condiciones financieras y a los incumplimientos de los

Diferenciales corporativos y tasas y volúmenes de impago

Tasas de impago y previsiones¹



Diferenciales² y volúmenes de impago



¹ Previsiones a 12 meses de tasas de impago globales para grado especulativo realizadas por Moody's en la fecha de la leyenda, en porcentaje; las líneas gruesas representan las tasas de incumplimiento históricas; las líneas delgadas representan previsiones a un año vista desde la fecha de la leyenda. ² En puntos básicos. ³ Diferenciales sobre bonos del Tesoro (European Crossover: iTraxx XO y US High Yield: DJ CDX HY), ajustados por los diferenciales de swaps a cinco años; el punto indica el nivel del diferencial de los CDS a mediados de mayo de 2008. ⁴ Diferenciales medios mensuales globales de los bonos de alta rentabilidad sobre los bonos del Tesoro. ⁵ Volúmenes globales anuales de impago de bonos y préstamos corporativos con grado de especulación, calculados por Moody's, en miles de millones de dólares de EEUU.

Fuentes: Deutsche Bank; JPMorgan Chase; Moody's; cálculos del BPI.

Gráfico VI.3

estándares de garantía durante los últimos años, hacía pensar en la posibilidad de nuevos incrementos de los diferenciales en caso de que las condiciones macroeconómicas y financieras siguieran deteriorándose (véase el Gráfico VI.3, panel derecho).

Primera etapa: la crisis subprime inicial (junio–mediados de julio de 2007)

La primera de las seis etapas de la actual convulsión financiera comenzó a mediados de junio de 2007. Los primeros indicios de un ajuste en la valoración del riesgo surgieron en enero y febrero, tras la moderación de los precios de la vivienda en Estados Unidos ya en 2006. Sin embargo, estas primeras ventas generalizadas de instrumentos expuestos al crédito hipotecario se frenaron en los meses siguientes. Por el contrario, en junio, cuando ya se hizo evidente el grave deterioro acumulado de la calidad de las hipotecas desde 2006, se produjeron cambios a gran escala en la calificación crediticia de los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS) correspondientes a hipotecas de alto riesgo (*subprime*), al tiempo que se anunció la liquidación inminente de dos *hedge funds* con gran exposición a estos activos (véase el Cuadro VI.1). Al forzarse el cierre de posiciones de estos dos fondos, la preocupación por las ventas de los activos afectados hizo que los diferenciales de los productos sobre hipotecas *subprime* se ampliaran por encima de sus máximos anteriores (véase el Gráfico VI.4, panel izquierdo)

La primera oleada de ventas se circunscribió a créditos *subprime*...

Segunda etapa: contagio a otros mercados de crédito (de mediados a finales de julio de 2007)

Pese a la contención inicial de las pérdidas de valoración en productos con mejor calificación y en instrumentos distintos de los productos sobre hipotecas residenciales, la oleada de ventas se amplió rápidamente durante

... pero se extendió rápidamente a otros mercados...

Secuencia de los principales acontecimientos

2007	
14–22 junio	Afloran rumores de que dos <i>hedge funds</i> gestionados por Bearn Stearns e invertidos en valores garantizados por hipotecas <i>subprime</i> han sufrido fuertes pérdidas y que se han puesto en venta bonos por un importe de 3.800 millones de dólares para hacer frente a las peticiones de reposición de garantías. Se confirma que uno de los fondos se mantiene abierto mediante una inyección de liquidez, mientras que el otro será objeto de liquidación.
10–12 julio	S&P sitúa en calificación negativa preliminar títulos ABS creados en 2006 por importe de 7.300 millones de dólares garantizados por hipotecas residenciales y anuncia una revisión de contratos CDO expuestos a estas garantías; Moody's rebaja la calificación de bonos hipotecarios <i>subprime</i> por valor de 5.000 millones de dólares y sitúa 184 tramos de CDO garantizados por hipotecas en revisión a la baja. Fitch sitúa 33 clases de 19 CDO de financiación estructurada en calificación negativa preliminar.
30 julio–1 agosto	La alemana IKB anuncia pérdidas procedentes de hipotecas <i>subprime</i> y revela que su principal accionista Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) ha asumido sus obligaciones financieras procedentes de líneas de liquidez concedidas a un fondo de titulización de ABCP expuesto a préstamos de alto riesgo. KfW y un grupo de bancos públicos y privados están organizando un fondo de rescate de 3.500 millones de euros.
31 julio–9 agosto	American Home Mortgage Investment Corporation anuncia su incapacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras y, una semana después, se declara en quiebra. Union Investment, un gestor de fondos alemán, suspende las retiradas de capital de uno de sus fondos. Tres programas de ABCP, incluido uno ligado a American Home, extienden el vencimiento de sus pasivos, un hecho inédito. BNP Paribas suspende la recompra de participaciones de tres fondos de inversión, alegando incapacidad para valorarlos en esas condiciones.
9–10 agosto	El BCE inyecta liquidez por valor de 95.000 millones de euros en préstamos a un día en el mercado interbancario, lo que marca el principio de una serie de medidas extraordinarias por los bancos centrales. La Reserva Federal celebra tres subastas extraordinarias de financiación a un día, una inyección total de 38.000 millones de dólares y emite un comunicado similar al del BCE.
13–17 septiembre	Northern Rock, un prestamista hipotecario del Reino Unido, tiene problemas de liquidez, lo que provoca una retirada masiva de depósitos bancarios y el anuncio de un depósito de garantía por parte del Tesoro Británico.
18 septiembre–4 noviembre	Las principales instituciones financieras anuncian pérdidas contables por cancelación parcial de deudas y pérdidas trimestrales. Dimiten varios altos cargos corporativos en el transcurso de reorganizaciones de las cúpulas directivas.
11–23 octubre	Moody's baja la calificación de cerca de 2.500 bonos <i>subprime</i> emitidos en 2006, seguido por S&P en los días siguientes. S&P pone también 590 CDO en calificación negativa preliminar y degrada 145 tramos de CDO por valor de 3.700 millones de dólares; Moody's baja la calificación de 117 tramos de CDO en la misma semana y Fitch pone unos 37.000 millones en CDO en revisión.
24 octubre–5 noviembre	Varias aseguradoras de bonos anuncian pérdidas en el tercer trimestre; Fitch anuncia que se plantea reducir la calificación AAA de ciertas aseguradoras <i>monoline</i> .
12 diciembre	Los bancos centrales de cinco áreas monetarias anuncian acciones coordinadas para facilitar la financiación durante el cambio de año a un mayor número de instituciones.
19 diciembre	S&P rebaja la calificación de ACA, una aseguradora financiera, de A a CCC, lo que genera peticiones de reposición de garantías por sus contrapartes, negociándose ampliaciones repetidas de los plazos para su aportación en los meses siguientes. Las perspectivas de calificación de S&P para otras <i>monolines</i> descienden de estables a negativas.

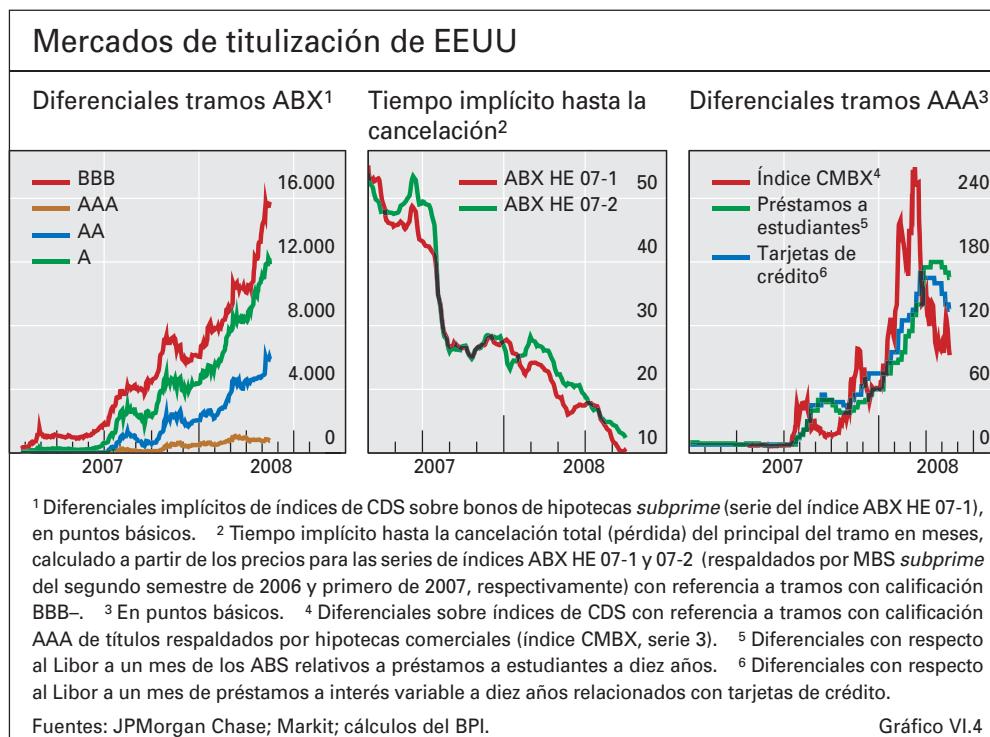
Continúa en pag. 110.

2008	
2–4 enero	Los decepcionantes índices de directores de compras e informes del mercado laboral apuntan a un marcado debilitamiento de la economía estadounidense y hacen temer por el crecimiento mundial.
14–31 enero	El BCE, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Nacional Suizo realizan operaciones de financiación a largo plazo adicionales en dólares estadounidenses.
15 enero	Citigroup anuncia pérdidas en el último trimestre de 2007 resultantes, en parte, de nuevas amortizaciones contables por ajuste de valoración de activos por valor de 18.000 millones de dólares relacionadas con la exposición a valores de titulización hipotecaria, encabezando así una nueva oleada de noticias similares en otras instituciones financieras.
18–31 enero	Fitch rebaja dos niveles la calificación de Ambac, una aseguradora de bonos <i>monoline</i> con calificación AAA, degradando a continuación a las aseguradoras SCA y FGIC a A y AA, respectivamente. Como resultado, se reduce la calificación crediticia de aproximadamente 290.000 emisiones aseguradas, en su mayoría de deuda municipal. Luego, por su parte, S&P degrada a FGIC a AA. Durante las semanas siguientes las tres principales agencias de calificación crediticia adoptan nuevas medidas en relación con las aseguradoras <i>monoline</i> .
21–30 enero	La Reserva Federal, después de un retroceso generalizado de los mercados de renta fija y renta variable internacionales, baja por sorpresa los tipos de interés 75 puntos básicos, y vuelve a reducir el tipo oficial otros 50 puntos básicos en el curso de la semana siguiente.
28 febrero– 7 marzo	Peloton Partners comunica el cierre de un fondo de valores garantizados por activos (ABS) de 2.000 millones de dólares y suspende temporalmente la recompra de participaciones de otro fondo después de que los prestamistas soliciten una reposición de garantías. Thornburg Mortgage admite retrasos en cumplir el compromiso de reponer garantías en préstamos con pacto de recompra (<i>repo</i>) y finalmente incumple sus obligaciones de pago. El fondo de bonos hipotecarios de Carlyle Group tampoco consigue reponer garantías, suspendiéndose su negociación al forzar los inversionistas la venta de parte de sus activos. Las tensiones se propagan por los mercados europeos de deuda pública, produciéndose una marcada estratificación de las condiciones de liquidez entre los distintos emisores y segmentos del mercado.
7–16 marzo	La Reserva Federal inyecta 40.000 millones de dólares adicionales mediante su nueva facilidad de subastas a plazo (TAF) y, pocos días después, amplía la actividad de préstamo de valores a través de una facilidad de préstamo de valores a plazo (TSLF) por importe de 200.000 millones de dólares, en virtud de la cual presta valores del Tesoro contra una gama de activos específicos. Avanzada la semana, anuncia una facilidad de crédito para <i>primary dealers</i> (PDCF), que les permite acceder al préstamo a través del descuento de ventanilla. Otros bancos centrales anuncian nuevas subastas para ofrecer financiación en dólares.
14–17 marzo	La incapacidad para reinvertir fondos de <i>repo</i> conduce a Bear Stearns a una aguda crisis de liquidez, a préstamos de emergencia a través de la ventanilla de descuento y a su posterior absorción por JPMorgan.
2 mayo	El BCE, la Reserva Federal y el Banco Nacional de Suiza anuncian una ampliación adicional de sus medidas para ofrecer liquidez en dólares estadounidenses.

Fuentes: Bloomberg; *Financial Times*; *The Wall Street Journal*; comunicados de prensa de empresas.

Cuadro VI.1

la segunda etapa de las turbulencias (véase el Gráfico VI.4, paneles izquierdo y derecho). Los prestamistas se sintieron cada vez menos protegidos en un entorno de creciente volatilidad, que generó mayores descuentos en los RMBS, el aumento de las garantías constituidas y una reducción más

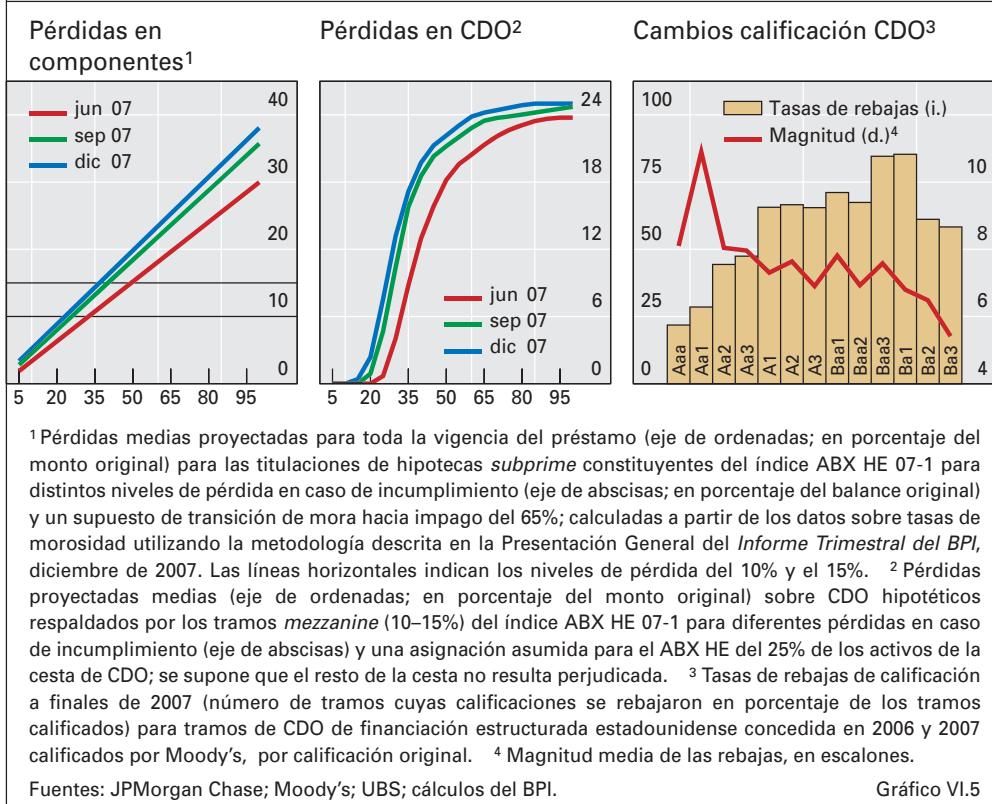


generalizada del apalancamiento. Ante la preocupación por las ventas forzosas de activos de mejor calificación crediticia, crecieron las pérdidas valoradas a precios de mercado. Por consiguiente, las turbulencias alcanzaron mayor profundidad desde mediados de julio y durante agosto, afectando a sectores como el de préstamos apalancados (*leveraged loans*) y el de hipotecas comerciales. Al agotarse la demanda de préstamos y activos similares procedente de bonos de titulización de deuda garantizada (CDO), numerosas acuerdos de adquisición apalancada de empresas (LBO) tuvieron que ser aplazados o retirados del mercado. Los bonos de titulización sobre hipotecas comerciales sufrieron problemas similares (como se desprende de indicadores como el índice CMBX), tal vez ante el temor a que el debilitamiento de los estándares de garantía en el sector residencial se hubiera extendido al negocio de las hipotecas comerciales (véase el Gráfico VI.4, panel derecho).

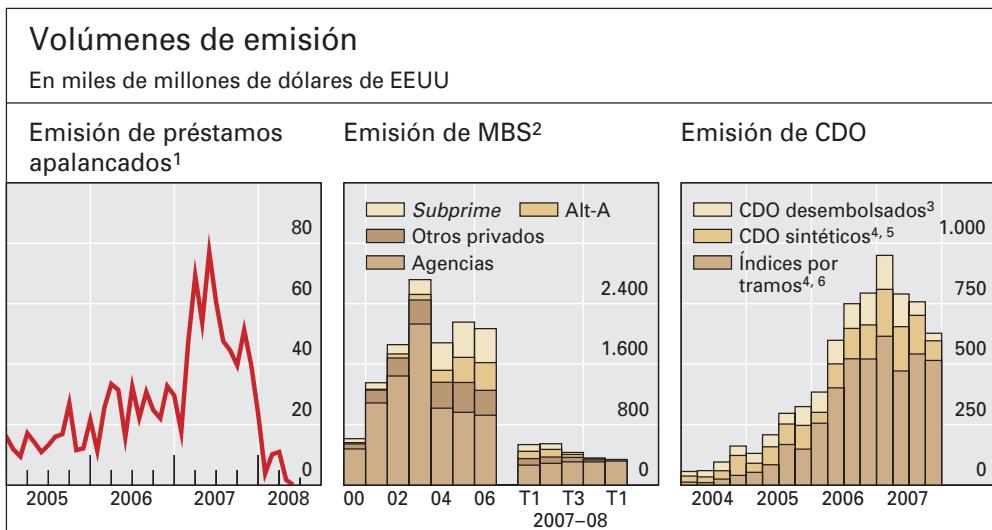
La incertidumbre sobre el tamaño y la distribución de las pérdidas relacionadas con las hipotecas, así como la demora hasta su materialización efectiva, fueron fundamentales para la evolución de los mercados. A estas incertidumbres se unieron las crecientes dudas sobre la fiabilidad de las calificaciones crediticias de productos financieros estructurados y sobre cómo afectaría el deterioro de la calidad hipotecaria a los cambios de calificación. A medida que se acumulaban los impagos de hipotecas, también lo hicieron las previsiones de pérdidas, con tasas del 20% o superiores para las hipotecas de alto riesgo más recientes, incluso bajo supuestos relativamente optimistas (véase el Gráfico VI.5, panel izquierdo). En estas condiciones, creció el temor de los inversionistas a una posible transmisión de las pérdidas a lo largo de la cadena de titulización, por ejemplo hacia instrumentos como CDO que titulan tramos *mezzanine* vinculados a hipotecas *subprime*. Las estimaciones de pérdidas sobre estos CDO son bastante sensibles al

... por la incertidumbre sobre el tamaño y distribución de las pérdidas...

Mercados *subprime*: proyecciones de pérdida y cambios de calificación



empeoramiento de la calidad crediticia de la cesta de hipotecas subyacentes y a la severidad de las pérdidas asumidas. Ambos factores evolucionaron de tal manera que hacían cada vez más probable que los tramos incluidos en la cesta de CDO se agotaran por completo. Así pues, el deterioro del



Fuentes: Dealogic; LoanPerformance; SIFMA; UBS.

Gráfico VI.6

mercado hipotecario y la revisión de los supuestos de las agencias de calificación provocaron cambios de escala y magnitud sin precedentes en las calificaciones crediticias de los instrumentos respaldados por colateral vinculado a hipotecas *subprime* (véase el Gráfico VI.5, paneles central y derecho).

... y por el número sin precedentes de rebajas de calificación

En este contexto, una parte importante de la comunidad inversora básicamente deshizo sus posiciones en productos estructurados. Los inversionistas, especialmente aquellos que hasta entonces habían utilizado en gran medida las calificaciones crediticias al gestionar sus riesgos y tomar sus decisiones de inversión, empezaron a cuestionarlas ante la creciente e inesperada oleada de rebajas de puntuación. A su vez, esta desconfianza en las calificaciones de los productos financieros estructurados provocó el desplome de la demanda de instrumentos por tramos, que había sido alta en años anteriores, agravando con ello la caída del volumen de emisión que había comenzado al inicio de la crisis (véase el Gráfico VI.6). Por el contrario, la actividad en CDS, tanto de referencia única como múltiple, se mantuvo elevada durante el periodo, con un incremento de los importes nacionales superior al 35% durante el segundo semestre de 2007.

Tercera etapa: escasez de liquidez y reintermediación involuntaria (agosto de 2007)

En agosto se desató una crisis generalizada...

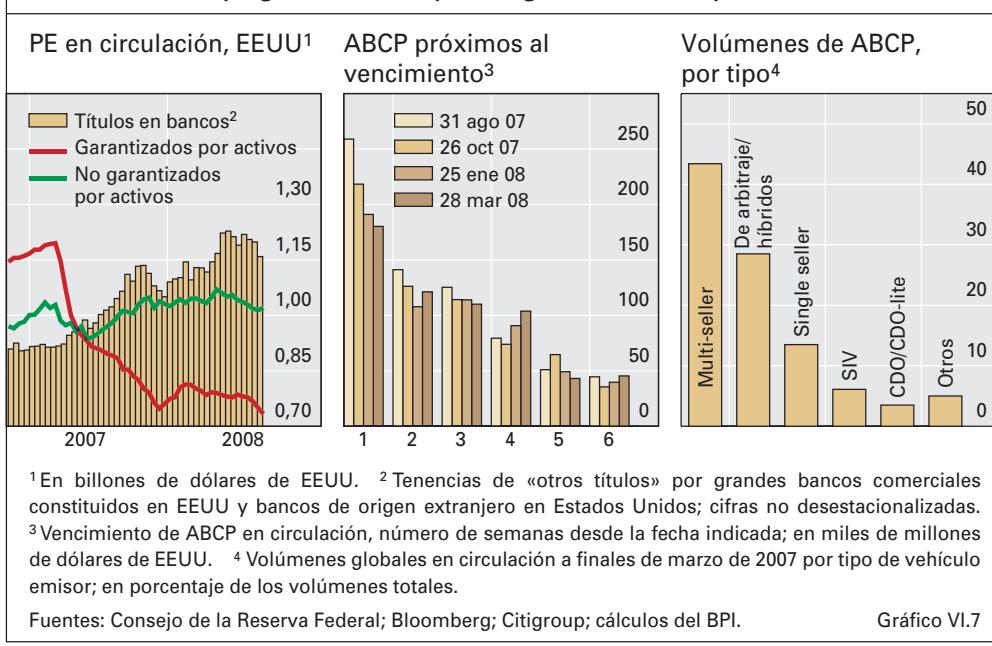
En la tercera etapa, las turbulencias del mercado de crédito se extendieron al crédito a corto plazo y a los mercados monetarios interbancarios. La corrección inicial en el mercado hipotecario fue amortiguada por los intermediarios financieros, que absorbieron los activos afectados ante el desplome de la demanda. Al continuar alimentando los originadores la cadena de titulización, los intermediarios se retiraron, obligando a los primeros a recurrir a facilidades de crédito bancario para financiarse. Los inversionistas, a su vez, comenzaron a fijarse más en la calidad crediticia y en los obstáculos para las valoraciones en mercados ilíquidos, mientras que varios gestores de activos paralizaron los reembolsos sobre fondos de inversión.

... tras el abandono de los ABCP por los inversionistas...

A medida que la turbulencia evolucionaba hacia una crisis de valoración de activos, los inversionistas se retiraron del mercado y generaron una oleada inédita de reintermediación involuntaria. Los primeros síntomas de la inminente escasez de liquidez aparecieron en el mercado de pagarés de empresa garantizados por activos (ABCP), cuando los emisores comenzaron a tener dificultades para refinanciar los volúmenes pendientes. Las presiones se cebaron sobre las estructuras con soporte de liquidez parcial de las instituciones financieras que las originaban, como los ABCP para financiar cestas de activos vinculados a vehículos especiales de financiación (SIV) o títulos respaldados por activos ligados a originadores individuales (véase el Gráfico VI.7, panel derecho). Los volúmenes se desplomaron y el perfil de vencimientos de los títulos pendientes se deterioró, en un contexto de desestabilización de los mercados hasta principios de 2008. Aunque se liquidaron algunos de los fondos de titulización (*conduits*) más problemáticos, muchos se traspasaron al balance de sus promotores, sumándose a las tenencias de valores de los bancos (véase el Gráfico VI.7, paneles izquierdo

... y dispararse la demanda de liquidez en los mercados interbancarios

Mercados de pagarés de empresa garantizados por activos (ABCP)



y central). Por tanto, cuando se intensificó el nerviosismo en torno a las necesidades de financiación y a los pasivos contingentes de los bancos, la demanda de liquidez se disparó, lo que provocó una alteración desmedida y prolongada de los mercados monetarios interbancarios que anuncia la llegada de una crisis más generalizada en los mercados financieros.

Cuarta etapa: tensiones generalizadas en el sector financiero (septiembre–noviembre de 2007)

Los mercados crediticios se recuperaron temporalmente en septiembre, pero en octubre y noviembre volvieron a registrar ampliaciones a gran escala de los diferenciales de rendimiento. Este respiro se debió en parte a las repetidas inyecciones de reservas llevadas a cabo por los bancos centrales, orientadas a aliviar la contracción de la liquidez en los mercados monetarios. El final de septiembre fue especialmente positivo para los mercados crediticios, tras la decisión del Comité para las Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal el día 18 de reducir en 50 puntos básicos las tasas de interés oficiales, lo que dio lugar a una fuerte reacción de los precios a lo largo de todos los segmentos del mercado. Sumándose a este clima más positivo, el reconocimiento de cuantiosas pérdidas contables anunciadas por los principales bancos comerciales y de inversión se percibió como un aumento muy necesario de la transparencia sobre las pérdidas vinculadas al mercado hipotecario. Al recuperarse la demanda de este tipo de inversiones, los bancos pudieron colocar algunos de sus préstamos apalancados y operaciones con bonos que se habían ido acumulando en espera de financiación (véase el Gráfico VI.6, panel izquierdo, y el Capítulo VII). Sin embargo, el sentimiento empeoró de nuevo a mediados de octubre, tras una nueva oleada de rebajas en la calificación de RMBS y CDO, y de malas noticias en el sector financiero.

Tras un breve respiro...

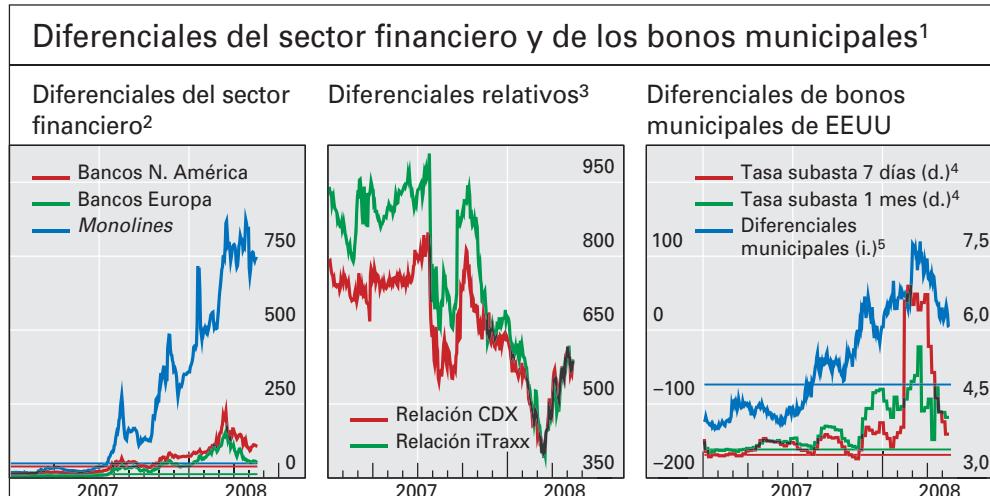
... volvió a crecer el pesimismo...

... tras las repetidas pérdidas por valoración de los principales bancos...

... la inquietud por el continuo desapalancamiento...

Durante esta cuarta etapa, las pérdidas del sector financiero relacionadas con el crédito se revelaron mayores de lo esperado, lo que elevó la incertidumbre sobre la valoración de activos y el temor a una debilidad económica más generalizada (véase el Capítulo VII). En particular, la sustancial revisión al alza de las pérdidas por valoración reconocidas con anterioridad hizo dudar a los inversionistas sobre la capacidad de los bancos para valorar y gestionar adecuadamente sus posiciones. Este hecho, unido a nuevas deficiencias en los mercados crediticios, llevó a pensar que incluso podrían materializarse en breve nuevas pérdidas. Un indicador de la preocupación por las tensiones en el sector financiero fue el precio de la protección frente al riesgo de impago de los bancos y otras instituciones financieras, cuyos diferenciales sobrepasaron los máximos alcanzados durante el verano (véase el Gráfico VI.8, panel izquierdo).

La continua incertidumbre sobre las valoraciones surgió en parte por el temor a la venta de activos por parte de vehículos estructurados y a un deterioro adicional del mercado hipotecario. Uno de los factores que influyeron fueron las provisiones estructurales en los CDO y los SIV basadas en las calificaciones y en las valoraciones de mercado, que amenazaban con forzar la liquidación de las cestas de colateral subyacente una vez traspasados los umbrales específicos de cada componente. Otro factor fue el creciente convencimiento de que las pérdidas por exposición a las hipotecas de alto riesgo acabarían atravesando los niveles de subordinación existentes (véase el Gráfico VI.5, panel izquierdo), de tal modo que los tramos con mejor calificación de las titulizaciones hipotecarias recientes obtendrían peores resultados que los de menor calificación. A su vez, los precios de estos últimos tramos comenzaron a reflejar las expectativas de cancelación contable completa de su



¹ Las líneas horizontales indican los valores medios antes de 2007 (panel izquierdo: 2001–06; panel derecho: tasas a siete días y a un mes: mayo–diciembre de 2006, diferenciales municipales: 2001–06).

² La muestra abarca 14 bancos comerciales y de inversión con sede en Norteamérica, 11 bancos universales con sede en Europa y siete aseguradoras de bonos «monolines»; en puntos básicos.

³ Fluctuaciones de los diferenciales relativos en función de los coeficientes de los diferenciales de índices CDS más recientes a cinco años; para el CDX, índice de alta rentabilidad sobre grado de inversión; para iTraxx, índice crossover sobre el principal.

⁴ Tasa de índice SIFMA libre de impuestos, en porcentaje. ⁵ Sobre bonos del Tesoro a dos años, en puntos básicos.

Fuentes: Bloomberg; Markit; cálculos del BPI.

Gráfico VI.8

principal para principios de 2010. Mientras que el deterioro adicional de los fundamentos del segmento hipotecario aceleró posteriormente estos plazos implícitos hasta la cancelación, se esperaba que la acumulación de pérdidas continuara hasta bien entrado 2009 (véase el Gráfico VI.4, panel central).

Durante este proceso de ajuste de precios, las pérdidas relacionadas con el segmento de hipotecas empezaron a aflorar también fuera del sector bancario, particularmente entre las *monolines*, entidades especializadas en asegurar bonos y productos estructurados de alta calificación crediticia. La ampliación de los diferenciales crediticios en los tramos de mejor calidad de los productos estructurados se tradujo en pérdidas a precio de mercado sobre el valor asegurado por las *monolines* en productos con garantía hipotecaria. El incremento previsto de sus pasivos provocó una brusca ampliación de los diferenciales de sus CDS durante el último trimestre y a principios de 2008, anticipando una serie de rebajas en la calificación de las principales *monolines* (véase el Gráfico VI.8, panel izquierdo). Esta amenaza para la calificación crediticia de las aseguradoras de bonos se tradujo a su vez en mayores presiones sobre los balances bancarios, debido a los cambios de valoración esperados en las coberturas de crédito para las posiciones mantenidas por los bancos en los tramos preferentes de CDO, y a las facilidades de liquidez para los instrumentos del mercado monetario asegurados por las *monolines*. Como resultado, los diferenciales del sector financiero se ampliaron más que los de otros segmentos, por lo que los títulos de referencia con grado de inversión evolucionaron peor que los activos con menor calificación (véase el Gráfico VI.8, panel central).

... y la amenaza de rebajas de calificación de las aseguradoras de bonos

Quinta etapa: preocupación por el crecimiento y disfunción de los mercados (enero–mediados de marzo de 2008)

Tras una corta tregua en el mercado crediticio en diciembre, los decepcionantes indicadores macroeconómicos provocaron un nuevo ajuste en la valoración general de los riesgos a comienzos de 2008. Esta quinta etapa de fuerte desconfianza en los mercados de crédito vino precedida de la publicación, a principios de enero, de indicadores económicos que señalaban el débil crecimiento del sector industrial y la decepcionante evolución del mercado laboral en Estados Unidos. Los crecientes temores a que se produjera una contracción crediticia avivaron la preocupación por los riesgos para el crecimiento (véanse los Capítulos II y VII). El miedo a que los acontecimientos macroeconómicos y financieros se potenciaran mutuamente alcanzó su punto álgido los días 21 y 22 de enero. La rebaja de la calificación crediticia de una importante *monoline* el viernes anterior provocó ventas masivas de activos con riesgo en todos los mercados y países. La volatilidad de los mercados se mantuvo elevada durante febrero y marzo, a pesar de los extraordinarios recortes en las tasas de interés oficiales llevados a cabo por la Reserva Federal el 22 y el 30 de enero.

En un contexto de mayor temor en torno al crecimiento...

En ese momento, la retirada de los inversionistas de varios mercados había llegado a tal extremo que segmentos enteros del sistema financiero quedaron inoperantes, lo que provocó una mayor contracción financiera. En respuesta a esta difícil situación, los diferenciales de los activos, incluso los de

... los mercados crediticios fueron perdiendo operatividad...

aquellos con mejor calificación crediticia que en circunstancias normales habrían sido líquidos, alcanzaron cotas inusuales a principios de 2008. Esto incluye mercados como el de algunas titulizaciones de créditos a estudiantes en Estados Unidos, cuyas exposiciones subyacentes están protegidas casi en su totalidad por garantías federales (véase el Gráfico VI.4, panel derecho). Los elevados diferenciales no desanimaron las emisiones de títulos en el mercado primario, aunque los bancos organizadores tuvieron dificultades para colocar tramos que no fueran los de mejor calificación. Al retener los bancos el resto de las estructuras emitidas, se incrementaron las presiones sobre su capital.

... lo que generó mayor desapalancamiento...

A finales de febrero y principios de marzo, la intensificación de estas presiones hizo que los bancos trataran de recortar más su posición en varias líneas de negocio, contribuyendo así a reducir de nuevo la preferencia por el riesgo de los inversionistas. Una de estas medidas fue la retirada del apoyo de liquidez implícito de los bancos para *auction rate securities* por un valor estimado de 330.000 millones de dólares, por el que proporcionan financiación a largo plazo a municipios y otros prestatarios en Estados Unidos a tasas de interés variables a corto plazo ligadas a un proceso de subasta. El fracaso de las subastas y el consiguiente reajuste de las tasas de interés aumentó el coste de financiación para estos prestatarios (véase el Gráfico VI.8, panel derecho). Las presiones también eran evidentes en otros mercados, como el de bonos de titulización hipotecaria de alta calidad de agencias estadounidenses y referencias privadas, que registraron un rápido incremento de la volatilidad de precios. La pérdida de confianza en la valoración de activos tocó techo a principios de marzo, cuando el endurecimiento de los descuentos sobre *repos* hizo que varios *hedge funds* y otros inversionistas apalancados cerraran sus posiciones, amenazando con provocar una cascada de peticiones de aumento de garantías y la ampliación de los diferenciales de crédito.

... y elevó la incertidumbre sobre el precio de los activos

Estos eventos culminaron la semana del 10 de marzo, que comenzó con el anuncio por parte de la Reserva Federal de la extensión de sus actividades de préstamo de valores a grandes bancos estadounidenses de intermediación, a lo que añadió posteriormente una facilidad de préstamo temporal a un día, aceptando una amplia gama de colateral (véase el Capítulo IV). Aunque el anuncio pareció aliviar temporalmente la situación, el banco de inversión estadounidense Bear Stearns sufrió una grave escasez de liquidez según avanzaba la semana, lo que provocó su absorción por parte de JPMorgan el lunes siguiente, medida facilitada por la Reserva Federal.

Sexta etapa: el culmen de la crisis crediticia por el momento (mediados de marzo–mayo de 2008)

... parecieron marcar un punto de inflexión en la percepción del mercado

Estos acontecimientos parecían anunciar un punto de inflexión, con los mercados evolucionando hacia la sexta —y por ahora última— etapa de la turbulencia financiera. Ante la percepción de una reducción significativa del riesgo sistémico, los diferenciales de crédito, especialmente los del sector financiero y los de otras compañías con grado de inversión, se redujeron sustancialmente tras la absorción de Bear Stearns, desde los picos alcanzados las semanas previas. Entre signos de cierre de posiciones abiertas, la corrección continuó en abril, con la rápida vuelta de los diferenciales de

crédito a sus niveles de mediados de enero y su aparente estabilización desde principios de mayo.

Aun así, los mercados monetarios interbancarios no lograron recuperarse. Las continuas limitaciones de capital y de financiación para algunos inversionistas y la desaparición de la demanda de productos estructurados como los SIV y los CDO, hizo que los mercados siguieran lastrados por grandes excesos de exposición al riesgo de crédito. A mediados de mayo, con el ciclo crediticio todavía deteriorándose y bajo la amenaza de mayores tasas de incumplimiento, aún no estaba claro si la oferta de liquidez y la tolerancia al riesgo se habían recuperado lo suficiente para ayudar a mantener de forma sostenida esta mejora de los mercados crediticios.

La escasez de liquidez afectó a los mercados monetarios

Uno de los rasgos distintivos de la convulsión financiera descrita fue la aparición de distorsiones sin precedentes en los mercados interbancarios en particular, y en los monetarios en general, debido a la mayor demanda de liquidez y a la pérdida de confianza en la solvencia de las contrapartes. El desencadenante inicial de estas fuertes tensiones fueron los serios problemas de liquidez que afectaron al mercado de ABCP, que supone cerca de 1,2 billones de dólares, durante la tercera etapa de las turbulencias financieras antes descrita. Estos problemas hicieron temer enseguida los efectos adversos de una posible reintermediación a gran escala ligada a la provisión por los bancos de facilidades de crédito de apoyo a los vehículos activos en el mercado de ABCP y, posteriormente, en otros mercados. La preocupación por las implicaciones para el capital y la liquidez de los bancos generó un creciente recelo hacia las contrapartes, a medida que aumentaba la incertidumbre sobre la estabilidad del sistema bancario en su conjunto, como indicaba la ampliación de los diferenciales de los *swaps* (véase más adelante). En este contexto, los bancos se mostraron más reacios a prestarse entre sí, aunque al mismo tiempo la incertidumbre sobre sus propias necesidades de liquidez provocó un rápido crecimiento de la demanda de fondos en préstamo. Además, los fondos de inversión colectiva del mercado monetario, tradicionales proveedores de financiación para los bancos, traspasaron gran parte de sus inversiones desde títulos bancarios hacia deuda pública más segura, a medida que su tolerancia al riesgo caía bruscamente (véase más adelante).

Serias distorsiones en los mercados interbancarios...

Las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales aliviaron parcialmente las tensiones en los mercados interbancarios (véase el Capítulo IV), pero no consiguieron erradicar la incertidumbre sobre las futuras necesidades de fondos ni reducir el riesgo de contraparte. Por consiguiente, las tasas de interés del mercado interbancario siguieron siendo elevadas y volátiles en relación a tasas comparables a lo largo de gran parte del periodo analizado. Además, dado que la mayoría de los bancos centrales se preocupó inicialmente por aliviar las tensiones del segmento a más corto plazo, las presiones sobre el resto de vencimientos se acentuaron

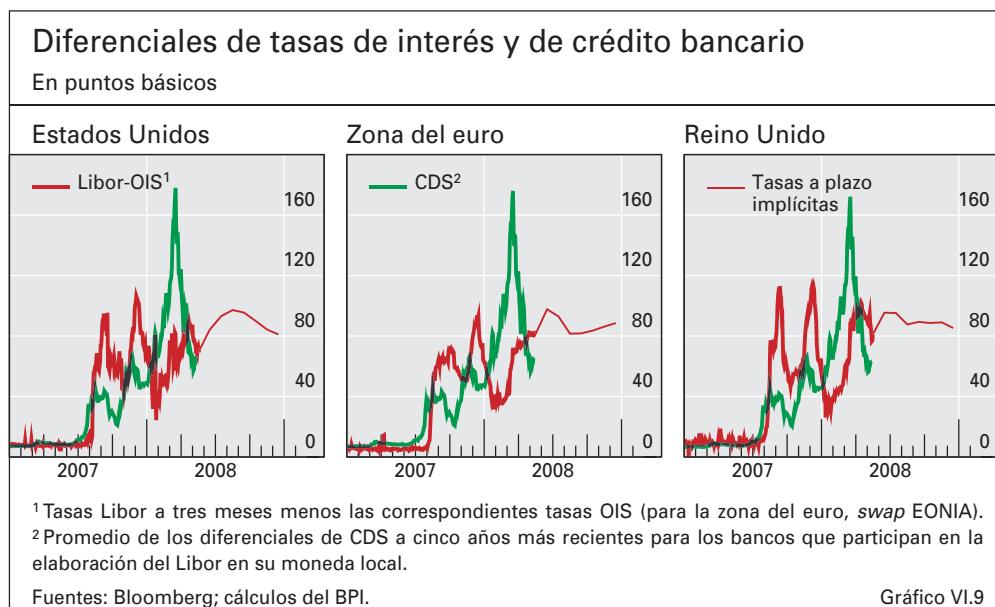
rápidamente, lo que llevó a los bancos centrales a prestar cada vez más atención a las restricciones de liquidez en vencimientos más largos.

... dispararon las tasas de interés interbancarias...

Estas tensiones de liquidez se manifestaron en la persistente ampliación sin precedentes de los diferenciales entre las tasas del mercado interbancario a plazo y del índice *swap* a un día (OIS) para los correspondientes vencimientos. Por ejemplo, antes de que se desatasen las turbulencias financieras, las tasas del Libor a tres meses habían excedido en promedio las del OIS en apenas unos pocos puntos básicos, pero desde finales de julio de 2007 la diferencia se disparó hasta superar en ocasiones los 100 puntos básicos (véase el Gráfico VI. 9). Tanto las tasas del interbancario como las del OIS reflejan las expectativas de los inversionistas sobre las tasas de interés futuras. Sin embargo, dado que el préstamo interbancario supone el pago de la totalidad del principal por adelantado, mientras que los contratos OIS se liquidan en términos netos al vencimiento, presentan importantes diferencias en cuanto a sus implicaciones para el riesgo de liquidez y de crédito. Por tanto, el brusco aumento de los diferenciales entre el Libor y el OIS apuntaba sin duda a la conjunción de una mayor preferencia por la liquidez y un aumento de la prima de riesgo de contraparte. Además, los diferenciales a plazo implícitos al final del periodo de estudio indicaban que los inversionistas esperaban la prolongación de este fenómeno (véase el Gráfico VI.9).

... ante la inquietud por el riesgo de contraparte y la creciente demanda de liquidez

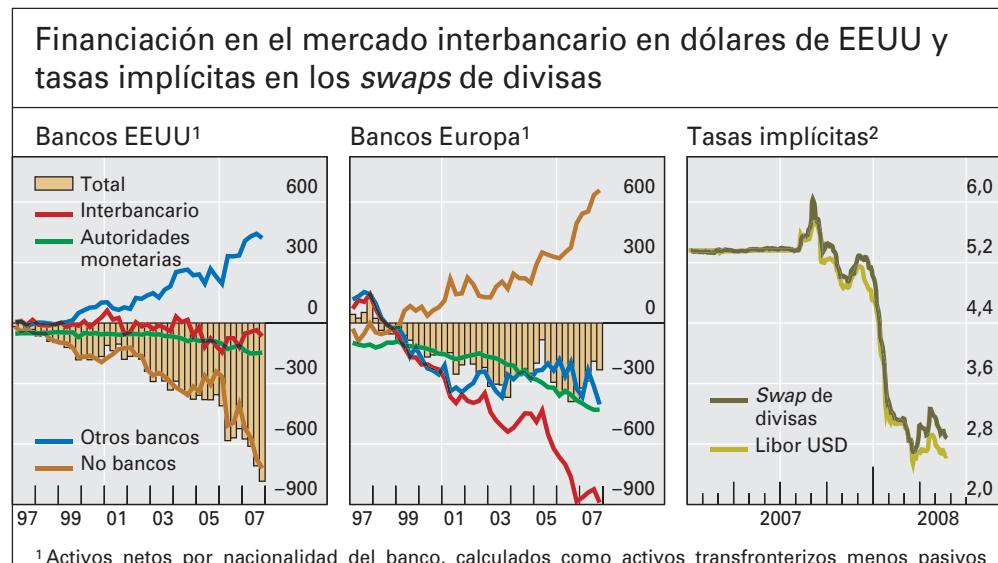
Es muy difícil distinguir cómo contribuyen los riesgos de liquidez y de crédito al incremento de las tasas de interés en el interbancario, en gran medida por la elevada correlación entre ambas. La evolución de los diferenciales de los CDS de los bancos que forman parte del Libor frente a los diferenciales Libor-OIS señala que, aunque las preocupaciones por el crédito han influido sobre las tasas interbancarias durante las turbulencias, los factores de liquidez han provocado muchos de los movimientos (véase el Gráfico VI.9). Además, el patrón cíclico de los diferenciales Libor-OIS apuntaba, hasta cierto punto, a limitaciones de liquidez estacionales relacionadas con la incertidumbre sobre la financiación al final del trimestre y del año, que



fueron más graves de lo normal después de la primera mitad de 2007. Para complicar aún más la situación, la preocupación por la fiabilidad del mecanismo de fijación del Libor comenzó a hacerse patente ante la persistente paralización del mercado interbancario, en especial para los préstamos en dólares. Más concretamente, los agentes del mercado expresaron sus sospechas sobre la posibilidad de que algunos bancos integrantes del panel del Libor pudieran haber comunicando tasas inferiores al coste real de sus préstamos, con el fin de aparentar mayor solidez en términos de riesgo de liquidez/crédito. Tras anunciarse en abril que la Asociación Británica de Banqueros estaba investigando este asunto, las tasas del Libor en dólares saltaron bruscamente hasta situarse en niveles que parecían más en línea con las tasas de préstamo imperantes.

Una de las características de las tensiones en los mercados interbancarios durante las turbulencias financieras parece haber sido la dificultad de los bancos europeos para obtener financiación en dólares a medida que aumentaba la demanda de liquidez en esa moneda. Los datos del BPI sobre las posiciones transfronterizas totales de los bancos por nacionalidad sugieren que las importantes diferencias en los patrones de financiación global de las entidades europeas y estadounidenses pueden haber sido la causa de estas dificultades. Durante los últimos años, los bancos de Estados Unidos han recibido cada vez más préstamos en dólares de entidades no bancarias y han canalizado estos fondos a través del mercado interbancario hacia bancos ajenos a su grupo (véase el Gráfico VI.10, panel izquierdo). Al mismo tiempo, los bancos europeos han transformado crecientemente fondos procedentes del mercado interbancario y de las autoridades monetarias en activos denominados en dólares frente a entidades no bancarias (véase el Gráfico VI.10, panel central).

Los bancos europeos tuvieron problemas con la financiación en dólares



¹ Activos netos por nacionalidad del banco, calculados como activos transfronterizos menos pasivos transfronterizos. El componente interbancario se desglosa a su vez en activos intragrupo (no mostrados), activos frente a otros bancos y activos frente a autoridades monetarias oficiales, en miles de millones de dólares de EEUU. ² Tasas en dólares de EEUU implícitas en los swaps de divisas a tres meses calculadas a partir del Libor en euros, en porcentaje; estimadas según la metodología descrita en N. Baba, F. Packer y T. Nagano, «The spillover of money market turbulence to FX swap and cross-currency swap markets», *BIS Quarterly Review*, marzo de 2008.

Fuentes: Bloomberg; estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad; cálculos del BPI.

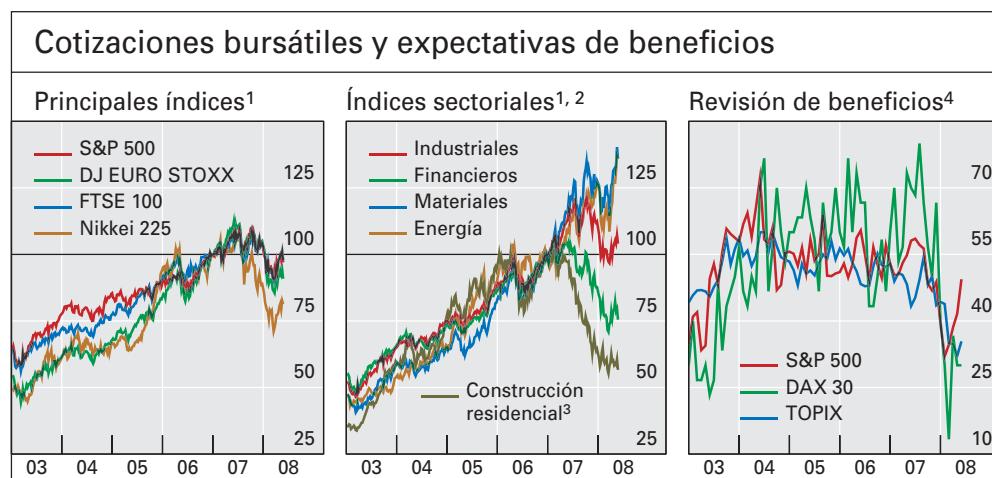
Gráfico VI.10

En general, en el último trimestre de 2007, el total de los activos netos en dólares de los bancos estadounidenses frente a otros bancos había alcanzado los 421.000 millones de dólares, mientras que el total de los pasivos netos en dólares de los bancos europeos frente a otros bancos alcanzaba casi los 900.000 millones de dólares. Durante años, las entidades europeas han renovado sin problemas sus préstamos interbancarios a corto plazo en dólares para financiar inversiones a más largo plazo en entidades no bancarias. Sin embargo, al aumentar las tensiones en el mercado durante la segunda mitad de 2007, dado que los bancos europeos tuvieron que reabsorber en sus balances 380.000 millones de dólares por la reducción de los ABCP en circulación, esta constante necesidad de refinanciación contribuyó a la contracción de liquidez en el mercado interbancario. Algunos mercados de *swaps* de divisas (*foreign exchange swaps*) y de *swaps* cruzados (*cross-currency swaps*) dieron claras muestras de tensión que avalarían este hecho; en algunos momentos, las tasas de interés estadounidenses implícitas en los precios de los *swaps* de divisas se apartaron significativamente del Libor en dólares en vigor durante las turbulencias (véase el Gráfico VI.10, panel derecho).

Las turbulencias crediticias alcanzaron a los mercados bursátiles

Las cotizaciones bursátiles empezaron a caer durante el verano...

Las cotizaciones bursátiles de las economías avanzadas comenzaron a caer en el verano de 2007, tras la ampliación de los diferenciales de crédito de los CDS al comienzo de las turbulencias financieras (véase el Gráfico VI.11, panel izquierdo). Su caída continuó a finales de 2007 y principios de 2008, cuando la renovada incertidumbre por el crédito y el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos hicieron temer por los beneficios futuros y redujeron la tolerancia al riesgo de los inversionistas.



¹ Datos al final de la semana, en moneda local; finales de diciembre 2006 = 100. ² Índices bursátiles MSCI.

³ Índice bursátil calculado por Datastream. ⁴ Índice de difusión de las revisiones mensuales de los beneficios por acción previstos a 12 meses vista, calculado como el porcentaje de sociedades cuyos beneficios previstos fueron revisados al alza por los analistas, más la mitad del porcentaje de sociedades cuyas previsiones de beneficios no se modificaron, para ajustar por la sobreestimación sistemática de los beneficios por parte de los analistas.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; cálculos del BPI.

Gráfico VI.11

Sin embargo, las bolsas exhibieron una rápida recuperación generalizada desde mediados de marzo de 2008, tras la absorción de Bear Stearns por parte de JPMorgan. Entre finales de marzo de 2007 y mediados de mayo de 2008, el índice S&P 500 prácticamente no varió, mientras que el Nikkei 225 y el DJ EURO STOXX registraron caídas del 18% y el 9%, respectivamente.

La debilidad se concentró en el sector financiero y en las acciones japonesas

La debilidad del mercado bursátil se limitó inicialmente al sector financiero, donde las acciones bancarias se vieron especialmente dañadas. Desde el final de marzo de 2007 hasta mediados de mayo de 2008, la cotización de las entidades financieras en las bolsas internacionales bajó casi un 20%, su caída más marcada desde finales de 1994, cuando se creó el índice financiero Morgan Stanley Capital International (MSCI). En cambio, las entidades no financieras mostraron un comportamiento dispar. Aunque el desplome del sector inmobiliario en Estados Unidos se reflejó en la peor rentabilidad y caída en picado de las cotizaciones bursátiles en sectores como el de construcción de vivienda, los sectores de materiales y energía registraron ganancias gracias al sólido avance de los mercados de materias primas durante el periodo (véase el Gráfico VI.11, panel central).

... sobre todo las acciones de bancos

Entre las bolsas de los países avanzados, la mayor corrección tuvo lugar en Japón (véase el Gráfico VI.11, panel izquierdo). Pese a que las instituciones financieras de este país se consideraban menos expuestas a préstamos *subprime* que sus homólogas europeas y estadounidenses, acabaron registrando fuertes pérdidas. Esta desproporcionada caída también respondió en parte al temor a los efectos negativos de la desaceleración económica de Estados Unidos sobre las exportaciones japonesas, así como a la apreciación adicional del yen. En el pasado, los periodos de rápida apreciación de esta moneda frente al dólar han sólidamente coincidido con retrocesos bursátiles en Japón. En esta línea, el principal índice bursátil japonés cayó más de un 20% mientras que el yen registraba una apreciación relativamente intensa del 14% frente al dólar entre finales de 2007 y mediados de marzo de 2008.

Las bolsas japonesas registraron la mayor caída

El elevado riesgo de recesión en Estados Unidos afectó a las previsiones de resultados

Un determinante del desplome de las bolsas fue el fuerte revés que sufrieron las previsiones de beneficios de empresas cotizadas en economías industriales avanzadas, en gran medida por el creciente temor a que la desaceleración de Estados Unidos pudiera ser más grave y duradera de lo anticipado. Desde mediados de 2007, los índices de difusión de las advertencias sobre beneficios por acción a 12 meses en los principales mercados cayeron hasta los niveles de 2002 (véase el Gráfico VI.11, panel derecho). Estas previsiones pesimistas fueron confirmadas posteriormente por la publicación de resultados. Los beneficios acumulados por acción en Estados Unidos cayeron en el cuarto trimestre de 2007 más del 20% (en términos interanuales y ponderados por acción), frente al 3% del trimestre previo. En enero de 2008, la acumulación de datos sobre el debilitamiento de la actividad económica real provocó nuevas

Las previsiones de resultados se desplomaron ante los síntomas de debilitamiento económico

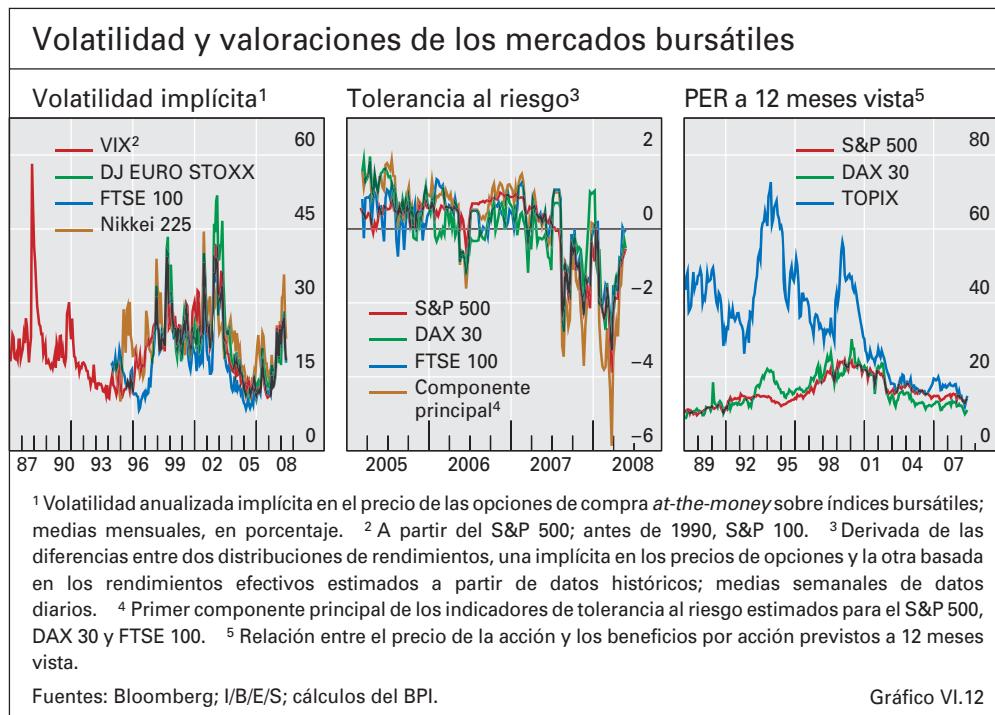
revisiones a la baja de las previsiones de beneficios, aunque a partir de marzo empezaron a recuperarse en Estados Unidos y en las principales economías europeas.

Aumentó la volatilidad y se redujo la tolerancia al riesgo

Al mismo tiempo, el aumento de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas generó mucha más volatilidad y un descenso de la tolerancia al riesgo. En Estados Unidos, la volatilidad implícita del mercado de opciones, que ha ido aumentando desde 2007, alcanzó el 30% en agosto de ese año y a principios de 2008, situándose cerca de los niveles alcanzados en abril de 2003. Esto supone más del doble de la media del periodo 2004–06 (14%) y está muy por encima de la media histórica del periodo 1986–2006 (20%) (véase el Gráfico VI.12, panel izquierdo). La volatilidad de otras bolsas siguió un patrón similar, con un aumento especialmente acusado en Japón, donde rozó los máximos de 2001. Los indicadores de tolerancia al riesgo de los inversionistas en bolsa, obtenidos a partir de las diferencias entre la distribución estadística de la rentabilidad bursátil observada y la distribución obtenida a partir de los precios de las opciones, también sufrieron un fuerte deterioro hasta marzo de 2008, llegando a sus niveles más bajos desde 2005 (véase el Gráfico VI.12, panel central). No obstante, tras la noticia de la absorción de Bear Stearns a mediados de marzo, las cotizaciones bursátiles repuntaron en las economías industriales avanzadas, en línea con una reducción de las volatilidades y una recuperación del apetito por el riesgo.

Los indicadores adelantados de valoración cayeron

La menor preferencia por el riesgo hasta marzo de 2008 se apreció también en la desvalorización de activos basada en los cocientes de precios sobre beneficios (PER). Los indicadores de valoración adelantados cayeron a lo largo del periodo, ya que las revisiones a la baja de los beneficios no se actualizaron al ritmo al que caían las acciones, a pesar del creciente pesimismo de los analistas. Por ejemplo, el S&P 500 pasó de cotizar en 2006 a 14 veces los beneficios previstos a un año, a hacerlo a 13 veces en marzo de 2008, su

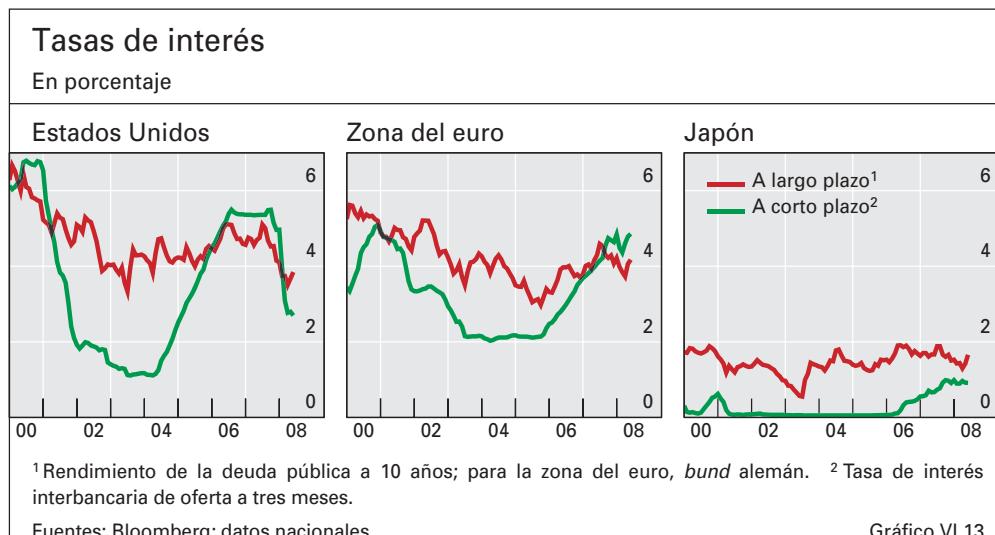


cota más baja desde 1995. El nivel de marzo de 2008 estaba muy por debajo de la media desde 1988, pero en torno a la del periodo 1988–97, que excluye los picos de valoración de finales de los años 90, una etapa caracterizada por un optimismo extremo de los inversionistas en bolsa (véase el Gráfico VI.12, panel derecho). Las medidas de valoración basadas en los índices DAX y TOPIX también disminuyeron, situándose en marzo de 2008 muy por debajo de sus medias a largo plazo.

El rendimiento de los bonos cayó bruscamente al agravarse las turbulencias financieras

Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo, tras haber tendido básicamente al alza en el primer semestre de 2007, cayeron rápidamente en los países industriales avanzados a medida que se desataban las turbulencias. Esta fuerte presión bajista fue el resultado de la combinación de una búsqueda de seguridad y de las expectativas de recortes en las tasas de interés conforme empeoraban las perspectivas económicas. El impacto de ambos factores fue especialmente evidente en Estados Unidos, cuya economía parecía particularmente frágil. Entre el máximo previo a la convulsión financiera de mediados de junio de 2007 (modesto en términos históricos) y la quiebra de Bear Stearns a mediados de marzo de 2008, los rendimientos de la deuda pública estadounidense a 10 años cayeron casi 200 puntos básicos, hasta situarse cerca del 3,35%, un nivel que no se registraba desde 2003 (véase el Gráfico VI.13, panel izquierdo). Los rendimientos también se redujeron en la zona del euro y en Japón, aunque en menor medida, ya que la percepción de riesgos bajistas en estas economías era menos acentuada que en Estados Unidos. Así, el rendimiento de la deuda pública a 10 años de la zona del euro perdió casi 100 puntos básicos hasta situarse por debajo del 3,70%, mientras que el del bono japonés análogo se redujo aproximadamente 70 puntos básicos, hasta casi el 1,30% (véase el Gráfico VI.13, paneles central y derecho). Cuando a mediados de marzo de 2008, la situación financiera internacional pareció estabilizarse y

El rendimiento de los bonos se hundió...



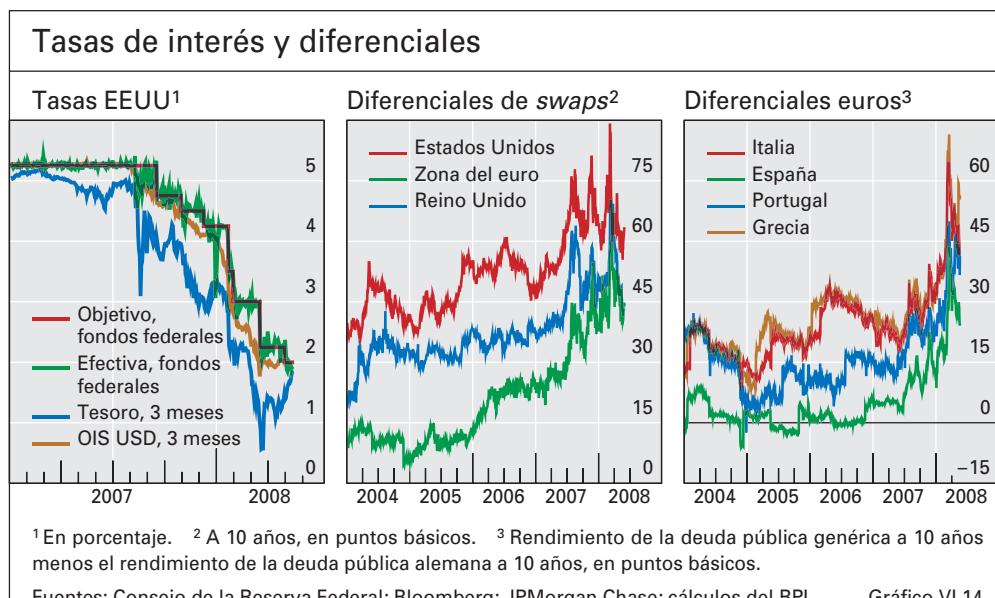
... al buscar seguridad los inversionistas...

mejorar hasta cierto punto, el rendimiento de la deuda pública se recuperó ligeramente, y hasta mediados de mayo los bonos a 10 años de Estados Unidos y de la zona del euro aumentaron su rentabilidad alrededor de medio punto porcentual, mientras los japoneses lo hicieron en más de 40 puntos básicos.

La búsqueda de seguridad disparó la demanda de deuda pública

Cuando comenzaron las primeras ventas generalizadas en los mercados de deuda en el verano de 2007, los inversionistas empezaron a deshacerse rápidamente de sus activos con riesgo, lo que produjo un fuerte aumento de la demanda de deuda pública por su relativa seguridad. Más allá del desplome de los rendimientos, su efecto fue la escasez de valores de deuda pública (letras y bonos) para operaciones *repo*, especialmente a finales de 2007 y principios de 2008. Esta escasez se manifestó en Estados Unidos en el brusco aumento del número de operaciones instrumentadas con títulos públicos que no se cerraron en los plazos previstos (tanto por falta de entrega como de recepción). Mientras que el volumen medio semanal de estas operaciones fallidas en los tres primeros trimestres de 2007 rondó los 90.000 millones de dólares, en el último trimestre aumentó a más del doble, por encima de los 200.000 millones semanales, y en los primeros cuatro meses y medio de 2008 se disparó hasta una media semanal superior a los 700.000 millones.

La combinación de búsqueda de seguridad y de liquidez por los inversionistas provocó un significativo aumento de la afluencia de capitales al mercado monetario. En Estados Unidos, por ejemplo, el patrimonio neto total de los fondos de inversión en instrumentos del mercado monetario, que había fluctuado entre 1,8 y 2,4 billones de dólares en el periodo 2000–06, superaba a finales de 2007 los 3,1 billones y tres meses más tarde ya había sobrepasado los 3,5 billones, para estabilizarse después. Al invertirse gran parte de estos capitales en títulos de deuda pública a corto plazo, se agravó la presión a la baja sobre ellos, en particular sobre las letras del Tesoro estadounidense



(véase el Gráfico VI.14, panel izquierdo). Las letras a tres meses llegaron a negociarse más de 180 puntos básicos por debajo de la correspondiente tasa media esperada para los fondos federales, expresada por su tasa OIS a tres meses. Al mismo tiempo, varios fondos de inversión colectiva que habían invertido en títulos a corto plazo relacionados con hipotecas de alto riesgo se vieron afectados por las turbulencias. De hecho, algunos de ellos necesitaron que sus sociedades matrices inyectaran capital para evitar que el valor neto de sus acciones cayera por debajo del nominal.

Según iba avanzando la convulsión financiera, los diferenciales de los *swaps* se ampliaron sustancialmente, alcanzando para los bonos a 10 años de Estados Unidos, de la zona del euro y del Reino Unido niveles no observados desde 2001 (véase el Gráfico VI.14, panel central). Esto pareció deberse en parte a la mayor preocupación de los inversionistas por los riesgos sistémicos, a medida que aumentaban el temor por la inestabilidad del sistema bancario. Además, el incremento de las tasas de los *swaps* respecto a los rendimientos de los bonos reflejaba la sustitución por los inversionistas de activos con riesgo por títulos de deuda pública, así como el mayor uso de *swaps* para cubrir posiciones con riesgo de crédito en un entorno en el que la liquidez en los mercados de cobertura tradicionales se hacía cada vez más escasa.

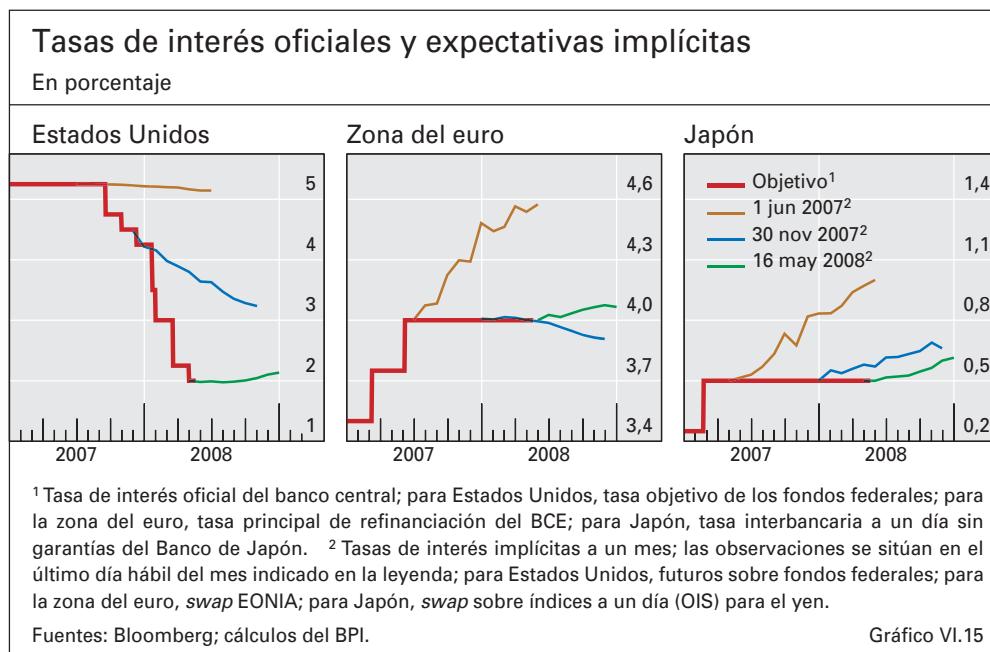
Otra muestra de la preferencia por la liquidez y la menor apetencia por el riesgo fue el aumento de los diferenciales entre la deuda pública alemana y la de otros países de la zona del euro hasta niveles inusualmente elevados a partir de mediados de 2007 (véase el Gráfico VI.14, panel derecho). Por ejemplo, el diferencial entre la deuda española y alemana a 10 años pasó de 5 puntos básicos en junio de 2007 a más de 40 en marzo de 2008. En el caso del bono italiano, su diferencial frente al *bund* alemán pasó de 20 a 60 puntos básicos en el mismo período, para recuperarse parcialmente a mediados de mayo. Aunque algunos analistas atribuyeron parte de esta ampliación a recelos por la agitación en el seno de la unión monetaria ligados a diferencias en los fundamentos económicos, parece más probable que la razón principal fuera el enorme rechazo de los inversionistas a mantener posiciones en activos que no fueran los más líquidos.

... en un contexto de creciente aversión al riesgo...

El temor a la recesión redujo aún más los rendimientos

La percepción de debilitamiento de las perspectivas económicas reforzó las presiones a la baja sobre los rendimientos que ejercía la búsqueda de seguridad. Así pues, tres cuartas partes de la disminución de los rendimientos nominales a largo plazo observada en los mercados de bonos de Estados Unidos y de la zona del euro desde mediados de 2007 fueron atribuibles al descenso de los rendimientos reales a largo plazo. Los rendimientos reales a corto y medio plazo disminuyeron de forma aún más acentuada: por ejemplo, para los bonos cupón cero a tres años estadounidenses, cayeron casi 300 puntos básicos entre finales de mayo de 2007 y mediados de marzo de 2008, hasta cotizarse a niveles negativos (véase el Gráfico VI.16, panel izquierdo). Esto reflejó en gran medida las previsiones que indicaban tasas de interés nominales a corto plazo en promedio inferiores a la inflación en

... y expectativas de debilitamiento del crecimiento económico



Estados Unidos en los próximos años, lo que implicaría un periodo prolongado de tasas oficiales bajas, tal vez por la debilidad del crecimiento y la persistencia de la inflación. Los rendimientos reales a corto plazo también disminuyeron en la zona del euro, pero en mucha menor medida que en Estados Unidos: entre finales de mayo de 2007 y mediados de marzo de 2008, cayeron 130 puntos básicos para vencimientos a tres años, hasta situarse cerca del 0,90%. A medida que las tensiones en los mercados financieros parecían moderarse, los rendimientos reales también se recuperaron en cierta medida entre mediados de marzo y mediados de mayo.

Pese a las constantes presiones inflacionistas, las expectativas del mercado sobre recortes en las tasas de interés oficiales se intensificaron a medida que se deterioraban las perspectivas de crecimiento económico, especialmente en Estados Unidos. Aunque a principios del verano de 2007 los precios de los futuros sobre los fondos federales hacían pensar que la política monetaria se mantendría estable en líneas generales durante algún tiempo (en consonancia con las señales procedentes de la Reserva Federal en aquel momento), la situación cambió de repente al empeorar las condiciones en los mercados financieros (véase el Gráfico VI.15, panel izquierdo). En la cuarta etapa de las turbulencias, en noviembre de 2007, la tasa objetivo de los fondos federales ya se había recortado 75 puntos básicos, aunque los mercados esperaban una relajación aún mayor en meses posteriores. Con el deterioro de la situación a principios de 2008, el recorte total adicional de 200 puntos básicos aplicado por la Reserva Federal en el primer trimestre superó las expectativas de los inversionistas a finales de 2007. Esto, unido a las nuevas medidas anunciadas por la Reserva Federal para inyectar liquidez en los mercados y al rescate de Bear Stearns en marzo, pareció restablecer la confianza de los inversionistas. A mediados de mayo, tras una relajación adicional de 25 puntos básicos el 30 de abril, el precio de los futuros sobre los fondos federales anticipaba un periodo de tasas de interés sostenidas.

La Reserva Federal
redujo las tasas
significativa-
mente...

En la zona del euro y Japón, las expectativas del mercado sobre las tasas de interés oficiales también evolucionaron a la baja durante las turbulencias, aunque comparadas con las de Estados Unidos, lo hicieron en mucha menor medida, como corroborarían después las variaciones efectivas de las tasas oficiales. Antes de la crisis, los mercados habían sido testigos de un constante aumento gradual de las tasas tanto en la zona del euro como en Japón (véase el Gráfico VI.15, paneles central y derecho). La percepción de menor vulnerabilidad en estas economías que en Estados Unidos, junto con las señales que enviaban los bancos centrales, llevó a los mercados a ajustar sus expectativas de tasas oficiales tan sólo de forma gradual en ambas economías en el segundo semestre de 2007.

... y los inversionistas esperaban una política monetaria menos restrictiva en otros lugares

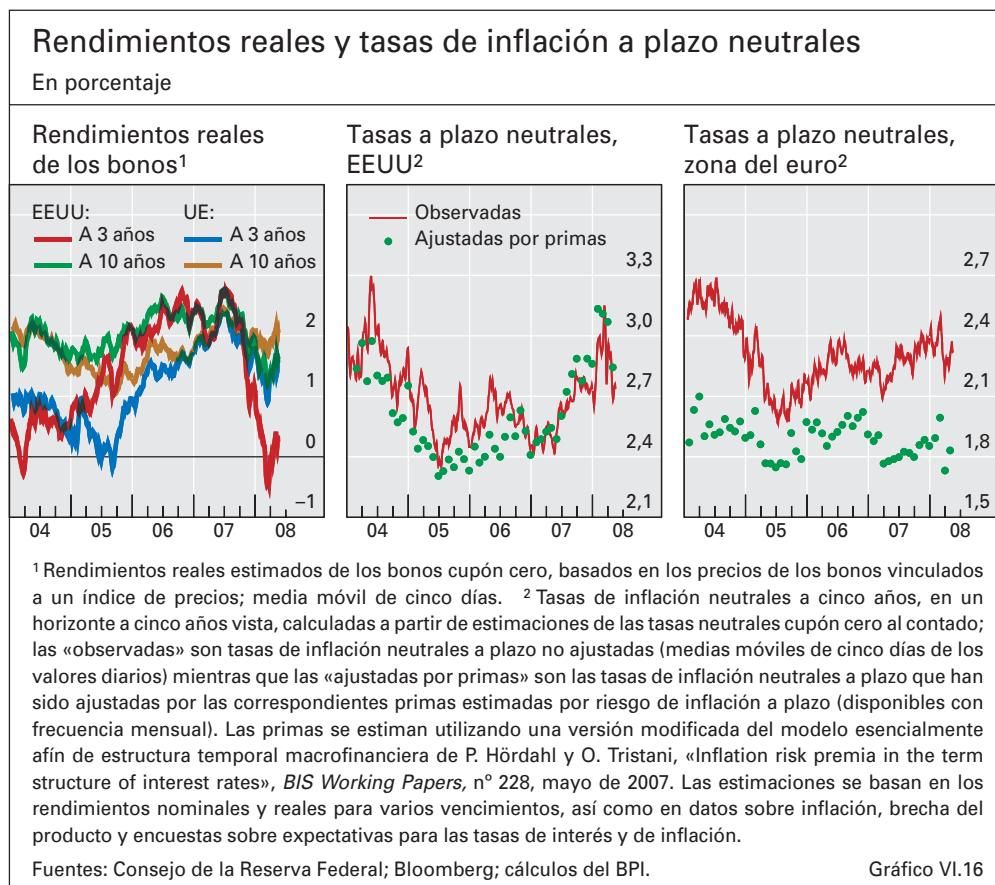
Las tasas de inflación neutrales aumentaron pese al empeoramiento de las perspectivas

Aunque las perspectivas económicas empeoraron conforme avanzaba la convulsión, apenas parecieron moderar las expectativas de inflación medidas por las encuestas a los analistas. Sin duda, esto se explicaría en parte por el progresivo encarecimiento del crudo y el brusco repunte de los precios de los alimentos, que presionaron al alza sobre la inflación general. Esto también parece haber contribuido al mantenimiento de las tasas de inflación neutrales al contado y, en ocasiones, a su aumento en Estados Unidos y en la zona del euro.

Es incluso más significativo que las tasas de inflación neutrales a cinco años para un horizonte a cinco años vista, una medida habitual de compensación por inflación con menos probabilidad de verse afectada por el encarecimiento del petróleo y otras perturbaciones transitorias, aumentaran en Estados Unidos y en la zona del euro en el segundo semestre de 2007 y a principios de 2008 (véase el Gráfico VI.16, paneles central y derecho). El incremento fue especialmente pronunciado en Estados Unidos, coincidiendo con el recorte total de 300 puntos básicos de la tasa objetivo de los fondos federales aplicado por la Reserva Federal entre septiembre de 2007 y marzo de 2008. Por tanto, los inversionistas podían haber concluido que la Reserva Federal, y quizá también otros bancos centrales, tendrían que mantener una política monetaria más acomodaticia de lo normal, a fin de limitar los riesgos para el crecimiento económico en un contexto de fuertes tensiones en los mercados financieros, es decir, una filosofía de «gestión de riesgos» para la política monetaria (véase el Capítulo IV). Cuando la situación en los mercados mejoró a mediados marzo y se redujeron las expectativas de recortes bruscos adicionales, las tasas neutrales cayeron desde sus máximos.

El incremento de las tasas neutrales a plazo...

Por lo demás, las tasas de inflación neutrales deben interpretarse con cautela, ya que no sólo recogen las expectativas de inflación, sino también diversas primas por riesgo —especialmente por inflación y liquidez— y quizás también efectos derivados de factores institucionales. Además, durante períodos de graves tensiones en el mercado, las tasas neutrales pueden verse afectadas por factores técnicos como la búsqueda de seguridad y la pronta liquidación de posiciones, lo que complicaría también su interpretación. Si se



... parecía sugerir expectativas de mayor inflación en Estados Unidos

excluyen los efectos de liquidez y la influencia de factores técnicos e institucionales, las tasas de inflación neutrales recogen dos componentes: la inflación esperada en el horizonte de la tasa neutral y una prima de riesgo por la incertidumbre de la evolución de la inflación. Por tanto, estas tasas podrían ajustarse por estimaciones de las primas por riesgo de inflación para conocer mejor las expectativas de inflación de los inversionistas. Dichas estimaciones pueden obtenerse, por ejemplo, modelizando la dinámica de la rentabilidad de los bonos nominales e indexados a la inflación junto con las variables macroeconómicas. Utilizando este tipo de estimaciones, parece que el aumento de la tasa neutral a plazo en Estados Unidos hasta mediados de marzo se debe en gran medida al aumento de las expectativas de inflación a largo plazo (véase el Gráfico VI.16, panel central). En cambio, aunque algunas fluctuaciones a corto plazo de dichas tasas en la zona del euro también parecían estar motivadas por cambios en las expectativas de inflación, las estimaciones del modelo sugieren que una parte importante del incremento que tuvo lugar en la segunda mitad de 2007 y principios de 2008 era atribuible al aumento de las primas de riesgo por inflación (véase el Gráfico VI.16, panel derecho).

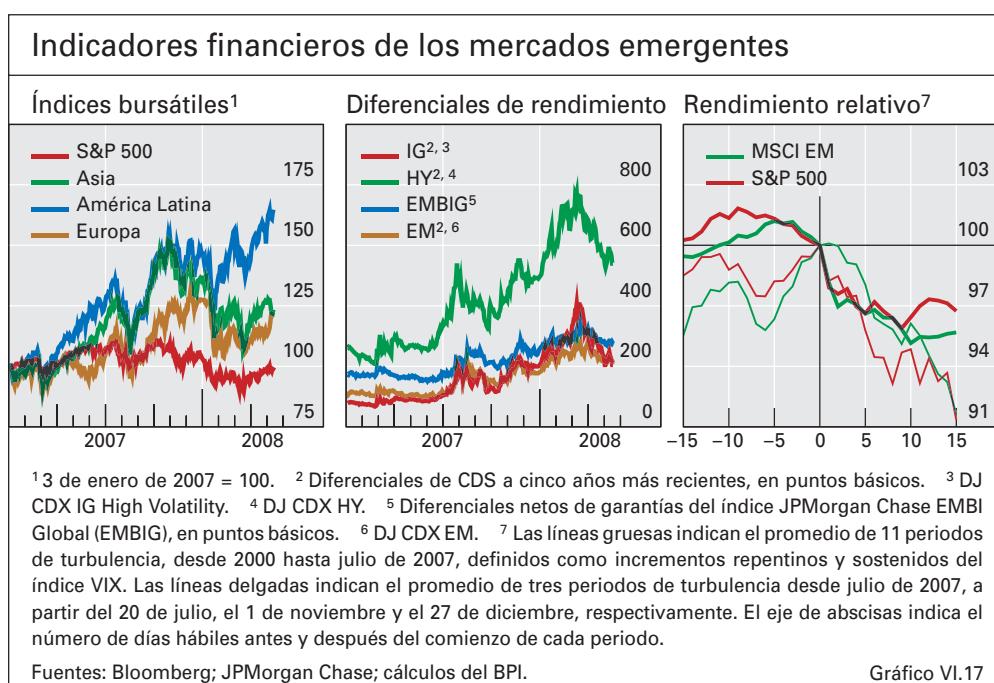
Los activos de mercados emergentes dieron muestras de resistir

Los activos de economías emergentes, que se revalorizaron significativamente en el primer semestre de 2007, mostraron en general mayor resistencia frente

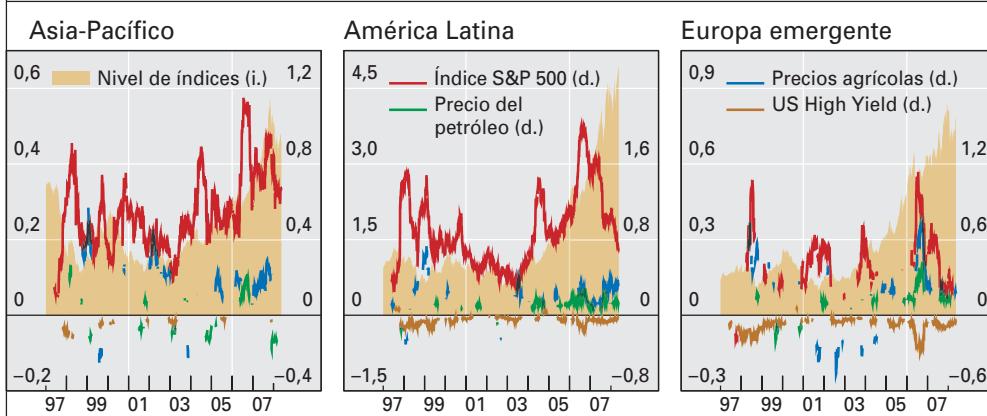
a las turbulencias que los activos similares de otras zonas y, de hecho, reaccionaron mejor que en episodios de tensión anteriores en economías avanzadas.

En la primera mitad de 2007, los precios de los activos de economías de mercado emergentes se dispararon, impulsados por otro año de sólidos resultados económicos. Estas economías continuaron registrando un intenso crecimiento, al permitir el encarecimiento vertiginoso de las materias primas que siguieran mejorando la situación fiscal y la balanza de pagos de muchos de estos países (véase el Capítulo III). Pese a un breve periodo de inestabilidad en el mercado a finales de febrero de 2007, el índice JPMorgan EMBIG de diferenciales sobre deuda soberana en dólares estadounidenses siguió descendiendo hasta alcanzar un mínimo histórico de 151 puntos básicos a principios de junio (véase el Gráfico VI.17, panel central). Los mercados bursátiles emergentes también se anotaron fuertes ganancias, con una subida del índice MSCI del 16% a mediados de año (véase el Gráfico VI.17, panel izquierdo).

En línea con el ajuste general de la valoración de riesgos, el valor de los activos de las economías de mercado emergentes osciló considerablemente en el segundo semestre, aunque menos que en algunas economías avanzadas. Entre finales de junio y el 26 de noviembre de 2007, los diferenciales de la deuda soberana de mercados emergentes se ampliaron 107 puntos básicos, mucho menos que los bonos de alta rentabilidad estadounidenses en el mismo periodo. Es más, aunque el coste de cubrirse frente a impagos de la deuda soberana emergente, medido por el índice CDX EM, aumentó durante las turbulencias, los diferenciales de CDS con vencimiento similar sobre títulos con grado de inversión de Estados Unidos lo hicieron aún más. En noviembre de 2007, el CDX EM había caído muy



Sensibilidad de las bolsas de mercados emergentes a factores internacionales¹



¹ Las líneas representan los coeficientes estimados a partir de regresiones móviles de 100 días de la oscilación porcentual diaria del índice bursátil regional MSCI sobre la oscilación porcentual diaria del precio de los productos agrícolas, y la oscilación diaria en puntos porcentuales del índice de renta fija US High Yield. Sólo se recogen coeficientes con un t-estadístico asociado de 1,5 o más.

Fuente: cálculos del BPI.

Gráfico VI.18

por debajo del subíndice de alta volatilidad del índice CDX norteamericano de grado de inversión (véase el Gráfico VI.17, panel central).

Los mercados bursátiles emergentes sufrieron especialmente durante las etapas iniciales de las turbulencias, aunque durante las finales demostraron mayor capacidad de reacción que los de algunas economías avanzadas. Tras su máximo del 23 de julio, perdieron en un mes gran parte de lo ganado durante la primera parte del año, con un retroceso del índice general MSCI de mercados emergentes del 18% hasta el 17 de agosto, frente al 10% cedido por el índice global en ese período. Sin embargo, las acciones de mercados emergentes se recuperaron entre septiembre y octubre, impulsadas por su excelente evolución en Asia (24%) y América Latina (25%). A finales de año, los índices generales para cada una de las tres regiones emergentes superaban sus niveles del 23 de julio, mientras que los de Estados Unidos, Europa y Japón registraban descensos de al menos el 4%.

Al igual que en las economías industriales avanzadas, la preocupación por una desaceleración más generalizada del crecimiento empezó a hacer mella en numerosos mercados emergentes a principios de 2008. La batería de datos desfavorables sobre la economía real estadounidense publicados en enero desencadenó una venta generalizada de acciones a nivel internacional, provocando una caída del índice general de mercados emergentes de más del 10% ese mes. Los diferenciales de la deuda soberana emergente también se ampliaron a raíz de la generalización de las ventas, llegando a alcanzar el EMBIG los 339 puntos básicos el 17 de marzo, tras conocerse el empeoramiento de la situación financiera de Bear Stearns.

Las bruscas caídas de las bolsas de economías emergentes a comienzos de 2008 variaron considerablemente según el país. El incremento de precios de las materias primas sostuvo los mercados de Rusia, América Latina y Oriente Medio, mientras que avivó el temor a la inflación interna en el resto

Los activos de los mercados emergentes siguieron la tendencia internacional bajista en agosto...

... y a principios de 2008

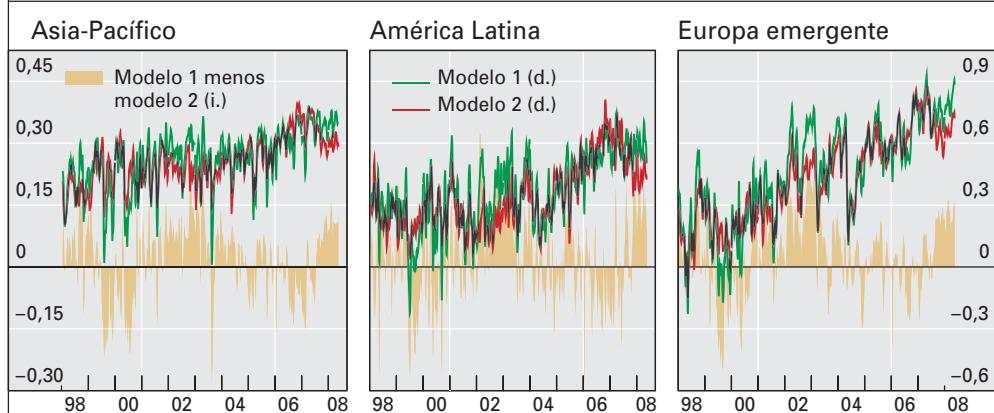
El encarecimiento de las materias primas sostuvo las bolsas de algunos países

de regiones emergentes (véase el Capítulo III). Las acciones de América Latina repuntaron rápidamente tras las ventas de enero; de hecho, los índices de Brasil, Chile y Perú cotizaban cerca de sus máximos históricos a finales de marzo. En cambio, las bolsas asiáticas habían caído más de un 20% a mediados de marzo, registrándose los mayores descensos en China, Filipinas y la India. En el primer caso, las medidas de las autoridades chinas por enfriar la economía, junto con la apreciación del renminbi frente al dólar y el encarecimiento del crudo y de los alimentos, llevaron a los inversionistas en renta variable a cuestionar la valoración de las empresas chinas, que a finales de 2007 habían alcanzado niveles de PER próximos a 50. Llegado el 18 de abril de 2008, la capitalización bursátil del índice de Shangai se había reducido casi a la mitad del máximo marcado el 16 de octubre de 2007, esfumándose gran parte de las ganancias previamente acumuladas en el año.

Durante las turbulencias del mercado, el valor de los activos en muchas economías emergentes se vio sostenido por la percepción de un menor riesgo a la baja para el crecimiento que en Estados Unidos y otras economías industriales avanzadas (véase el Capítulo III). En los mercados emergentes tanto de renta fija como variable los precios de los activos se mostraron en consecuencia menos sensibles a la evolución de los mercados estadounidenses que en períodos anteriores. Por ejemplo, en tres episodios bien definidos de aumento repentino y sostenido de la volatilidad en las bolsas de Estados Unidos desde julio de 2007, los precios de las acciones de mercados emergentes aguantaron relativamente bien, superando al S&P 500 durante los 15 primeros días de negociación de cada periodo (véase el Gráfico VI.17, panel derecho). Esto contrasta con anteriores períodos de inestabilidad en los mercados estadounidenses, cuando los mercados emergentes registraron peores resultados que los de Estados Unidos.

Menor sensibilidad de los precios a la evolución del mercado de EEUU...

Correlación condicional entre los diferenciales de economías emergentes y EEUU¹



¹ El modelo 1 recoge la correlación variante en el tiempo entre los cambios diarios en el índice JPMorgan Chase EMBI Global Diversified para cada región y los cambios en los diferenciales ajustados a la opción del índice Merrill Lynch de alta rentabilidad en Estados Unidos, estimada a partir de un modelo GARCH bivariante. El modelo 2 recoge estas correlaciones estimadas con un modelo que incluye factores internacionales (diferenciales ajustados a la opción del índice Merrill Lynch de grado de inversión en Estados Unidos, índice bursátil MSCI Global e índice de precios S&P GSCI Commodity); media móvil de 10 días.

Fuentes: Bloomberg; JPMorgan Chase; Merrill Lynch; datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico VI.19

... tanto en los mercados emergentes de renta variable...

... como en los de renta fija

La resistencia de los activos en las economías emergentes refleja hasta cierto punto tanto el sólido crecimiento interno en muchas de ellas, como el impulso que les supuso el encarecimiento de las materias primas. Así parecen confirmarlo datos estadísticos obtenidos mediante regresiones de panel con ventanas móviles (véase el Gráfico VI.18). La sensibilidad a los mercados bursátiles de Estados Unidos, que había ido creciendo en la mayoría de las regiones desde 2003, comenzó a menguar a mediados de 2006, para caer significativamente a partir de julio de 2007 con el estallido de la convulsión financiera. Durante este mismo periodo, las variaciones diarias de los precios de las materias primas parecieron determinar en mayor medida la rentabilidad de las acciones en mercados emergentes, especialmente en América Latina.

Las estimaciones basadas en diferenciales de rendimiento sugieren una desconexión similar entre los mercados de deuda soberana en economías emergentes y los de deuda de alta rentabilidad en Estados Unidos. La estimación simple de la correlación dinámica entre los diferenciales en estos mercados se situó en un nivel relativamente alto en términos históricos, tras una tendencia general alcista desde al menos 2004 (véase la línea verde en el Gráfico VI.19). Sin embargo, cuando se tienen en cuenta otros factores específicos a Estados Unidos e internacionales como los precios de las materias primas, las cotizaciones bursátiles internacionales y los diferenciales crediticios de la deuda estadounidense con grado de inversión (véase la línea roja), estas correlaciones muestran una bajada más significativa desde 2007, especialmente durante el reciente episodio de turbulencias en el mercado crediticio.

VII. El sector financiero en las economías industriales avanzadas

Aspectos más destacados

El periodo analizado se caracterizó por tensiones generalizadas en el sector financiero de las economías industriales avanzadas.

Los años de crecimiento y de alta rentabilidad para las entidades financieras terminaron de improviso en 2007 al transmitirse por todo el sistema financiero tensiones procedentes principalmente de la exposición al sector inmobiliario residencial. La creciente tasa de impagos en el mercado hipotecario estadounidense de alto riesgo (*subprime*) obligó al reconocimiento de cuantiosas pérdidas de valoración en las carteras de titulización hipotecaria de muchas instituciones. La situación se deterioró por rachas tras el verano y numerosas entidades sufrieron problemas de financiación en el mercado interbancario. El periodo también estuvo salpicado de amagos de quiebra de importantes instituciones financieras, que indujeron la intervención del sector público para evitar un colapso desordenado con posibles alteraciones sistémicas.

La gravedad y la velocidad con que se transmitieron las tensiones pusieron a prueba la robustez de numerosas estructuras innovadoras creadas durante los últimos años en el sector financiero, al tiempo que pusieron de manifiesto el grado de interconexión entre mercados e instituciones. Lo que había comenzado siendo un problema específico de un segmento del mercado hipotecario estadounidense se convirtió en una fuente de pérdidas para entidades financieras de todo el mundo que mantenían valores relacionados con dicho mercado. La incertidumbre sobre el tamaño y la distribución de las pérdidas se vio exacerbada por la complejidad de las nuevas estructuras empleadas en los procesos de titulización. La reticencia a asumir riesgos ocasionó la falta de liquidez, poniendo de relieve las deficiencias de los mecanismos de financiación de numerosas entidades financieras.

Dado que numerosas instituciones financieras siguen manteniendo balances debilitados pese al continuo deterioro de las perspectivas macroeconómicas, es probable que una inflexión del ciclo crediticio plantea persistentes contratiempos para la actividad económica. La evolución de la situación dependerá crucialmente de las interacciones dinámicas entre el sector financiero y el entorno macroeconómico. La menor disponibilidad de crédito, consecuencia de las medidas adoptadas por el sector financiero para intentar mantener su base de capital, podría prolongar el periodo de escasa rentabilidad al afectar al gasto agregado, la actividad económica y la calidad de los activos. Estos efectos podrían propagarse asimismo entre países, a medida que los debilitados sistemas bancarios tiendan a reducir sus posiciones internacionales. Aparte de sus repercusiones en el ciclo económico, este periodo de fuertes tensiones anuncia cambios

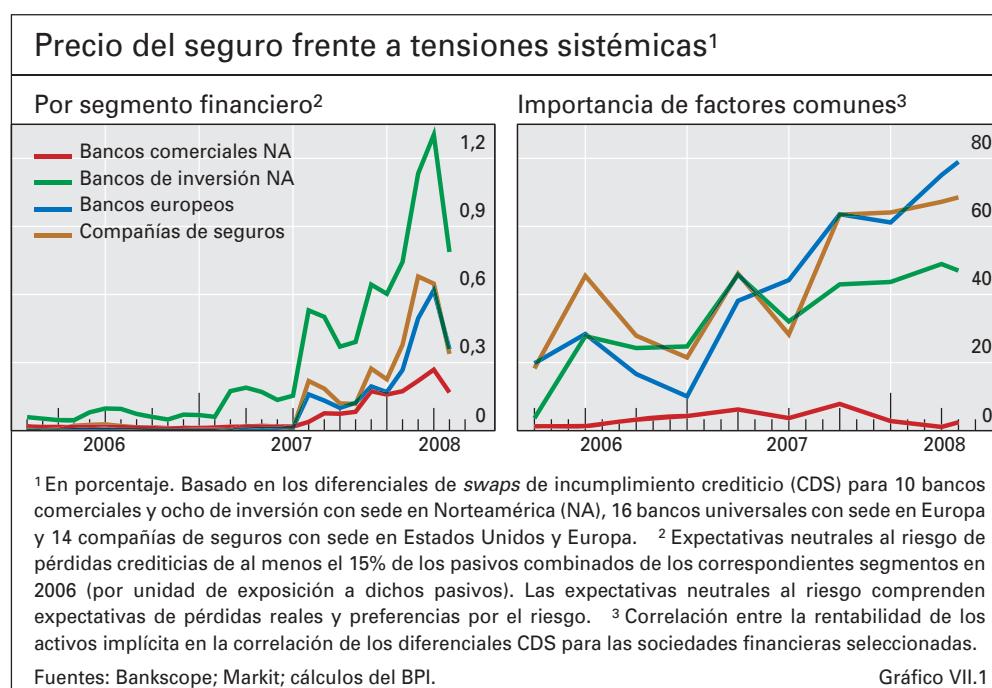
estructurales. Las entidades financieras están revisando los supuestos que alentaron el giro hacia un modelo de negocio centrado en la concesión de préstamos y la distribución de sus riesgos mediante la titulización. Al mismo tiempo, los poderes públicos están revisando aspectos del marco de regulación prudencial que no funcionaron como se esperaba.

El sector financiero está sometido a tensiones

La persistente y compleja convulsión financiera...

La inestabilidad afectó en diversa medida a entidades de casi todos los segmentos del sector financiero de las economías industriales avanzadas. En comparación con otros episodios de tensión recientes, éste se ha caracterizado por una mayor persistencia y complejidad. Los agentes del mercado y los poderes públicos se han visto sorprendidos por igual ante el fuerte grado de transmisión de las tensiones entre entidades y mercados, así como por la limitada eficacia de los instrumentos de política tradicionales. El coste de la cobertura frente a pérdidas importantes del valor del activo de las mayores entidades financieras permite conocer tanto el grado en que los agentes del mercado revaluaron la probabilidad de riesgo sistémico, como su decreciente tolerancia a éste. Los indicadores aproximados del precio de esa cobertura basados en las cotizaciones de los derivados de crédito se dispararon hasta niveles inéditos en el verano de 2007, permaneciendo en cotas elevadas durante el resto del periodo analizado en todos los segmentos del sector (véase el Gráfico VII.1). Esta escalada puede atribuirse a una creciente percepción del riesgo de impago entre los agentes del mercado y a su convicción de que estaban operando factores comunes de ese riesgo en los distintos segmentos.

Tres elementos interconectados caracterizaron este periodo de fuertes tensiones. El primero fueron las tasas de morosidad de los préstamos



hipotecarios para la adquisición de vivienda, muy superiores a las expectativas incorporadas en los precios de esos préstamos. El segundo fue la errónea apreciación de numerosos agentes del mercado sobre la complejidad y opacidad inherentes a los instrumentos complejos de financiación estructurada, lo que hizo difícil valorar su exposición al riesgo. Conforme las entidades se afanaban por reajustar la valoración de los riesgos asumidos en sus balances, cayeron en la cuenta de la sensibilidad de esas valoraciones ante cambios en los supuestos implícitos en sus modelos de valoración. Por último, la incertidumbre de los agentes del mercado sobre la magnitud de las pérdidas subyacentes y su distribución a lo largo y ancho del sistema contribuyó a un drenaje generalizado de liquidez en el mercado, lo que a su vez exacerbó las incertidumbres sobre los precios y complicó cada vez más las condiciones de financiación.

... aumentó la percepción del riesgo de las instituciones financieras

Banca comercial

Los bancos, tanto comerciales como universales, fueron de los más perjudicados por este episodio de convulsión. El reconocimiento de pérdidas de valoración en sus carteras de riesgo hipotecario en Estados Unidos durante el periodo analizado redujo considerablemente la rentabilidad del sector. En comparación con años anteriores, los beneficios de la banca en 2007 (cuando se produjo la primera oleada de pérdidas por ajustes de valoración) se mantuvieron estables en el mejor de los casos, aunque disminuyeron en la mayoría de los países (véase el Cuadro VII.1).

El acusado deterioro de los beneficios bancarios en Estados Unidos reflejó el empeoramiento generalizado de las distintas partidas de la cuenta de resultados. El margen de intermediación se redujo y aumentaron los gastos

Notables caídas de los beneficios bancarios en EEUU...

Rentabilidad de los principales bancos¹

En porcentaje de los activos totales medios

	Beneficio antes de impuestos			Provisiones para préstamos dudosos			Margen de intermediación			Costes de operación		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	0,85	1,64	1,29	0,30	0,38	0,28	1,64	1,90	2,24	2,10	2,40	2,40
Australia (4)	1,52	1,62	1,67	0,14	0,13	0,15	1,92	1,96	2,01	1,70	1,64	1,63
Canadá (5)	1,01	1,32	1,27	0,10	0,10	0,14	1,79	1,64	1,68	3,00	2,56	2,57
Suiza (6)	0,66	0,87	0,31	0,00	0,00	0,01	0,63	0,53	0,45	1,67	1,73	1,70
Alemania (7) ²	0,38	0,55	0,28	0,06	0,07	0,04	0,65	0,68	0,52	0,96	1,32	0,98
España (5)	1,15	1,51	1,65	0,23	0,33	0,41	1,55	1,78	1,94	1,70	1,91	1,96
Francia (5)	0,76	0,87	0,41	0,06	0,06	0,09	0,93	0,76	0,47	1,47	1,43	1,28
Reino Unido (8)	0,87	0,97	0,67	0,23	0,27	0,23	1,23	1,26	0,94	1,59	1,70	1,36
Italia (4)	1,23	1,12	0,88	0,23	0,26	0,25	1,95	1,93	1,71	2,34	2,34	2,01
Japón (13) ²	0,66	0,67	0,50	0,12	0,15	0,13	0,89	0,97	0,75	1,05	1,15	0,80
Países Bajos (4)	0,58	0,57	0,38	0,05	0,10	0,10	1,09	1,17	0,99	1,29	1,48	1,37
Suecia (4)	0,90	1,06	0,98	0,01	-0,03	0,01	1,03	1,08	1,07	1,07	1,11	1,07
Estados Unidos (11)	1,93	1,82	1,02	0,20	0,20	0,56	2,72	2,50	2,47	3,44	3,12	3,51

¹ Todos los valores se han calculado con las NIIF; las cifras entre paréntesis indican el número de bancos incluidos. ² Los valores se han calculado combinando las normas GAAP locales y de Estados Unidos.

Fuentes: Bankscope; FitchRatings.

Cuadro VII.1

de operación, revirtiéndose la tendencia a la contención de costes iniciada varios años atrás. Todos los indicadores de costes relacionados con el crédito repuntaron al alza. La dotación de provisiones para insolvencias experimentó su mayor aumento en 20 años, como reflejo de los problemas en los mercados hipotecarios y, eventualmente, por la desaceleración gradual de la actividad económica y el aumento de la morosidad. Aun así, las reservas dotadas no pudieron seguir el ritmo de los préstamos fallidos, con el resultado de una caída del coeficiente de cobertura por debajo de la unidad por vez primera desde 1993.

... al igual que en Suiza y Alemania

El panorama en Europa fue más dispar. Aunque los beneficios cayeron en general, en algunos países los gastos de operación mantuvieron su tendencia a la baja de los últimos años. La dotación de provisiones para insolvencias se mantuvo estable en la mayoría de los casos y la menor rentabilidad pareció deberse básicamente a un estrechamiento de los márgenes de intermediación. Uno de los motivos de esta caída de márgenes podría ser la creciente utilización por bancos europeos de fuentes de financiación mayoristas y de mercado, cuyo precio suele ser más sensible que el de la base de depósitos minorista a desplazamientos de las curvas de rendimiento y al riesgo. Apartándose un tanto de la tendencia general, la banca española mejoró sus resultados, incluidos sus márgenes de intermediación, pese al apreciable aumento de la dotación de provisiones para insolvencias. Los beneficios de los bancos suizos y alemanes cayeron con fuerza pese a la relativa estabilidad de sus provisiones para insolvencias, posiblemente porque las tensiones se concentraron en sus carteras de valores más que en las de créditos. El descubrimiento en un importante banco francés del mayor fraude de la historia en la intermediación de valores reveló deficiencias en los controles internos, si bien la pérdida de 4.900 millones de euros no provocó el colapso de la entidad.

Los problemas de financiación conllevaron la nacionalización de una institución británica...

Los bancos británicos anunciaron cancelaciones contables considerables como resultado de su exposición al sector inmobiliario estadounidense, pero en conjunto no registraron pérdidas importantes durante el año. Sin embargo, el pánico bancario que se adueñó de los depositantes minoristas de Northern Rock, tras divulgarse las dificultades de la entidad para financiar su cartera hipotecaria en el mercado monetario mayorista, fue la típica estampa de un sistema bancario en dificultades. El rápido deterioro de la liquidez del banco desencadenó la intervención de los supervisores nacionales, primero mediante inyecciones de liquidez respaldada por garantías ilíquidas y más tarde con la nacionalización de la entidad para preservar su valor hasta que mejorasen las condiciones del mercado. A fin de evitar la propagación del pánico entre los depositantes, el Gobierno anunció la garantía generalizada de los depósitos en todos los bancos británicos. La evolución de los acontecimientos también obligó a las autoridades británicas a analizar a fondo los mecanismos institucionales para gestionar entidades bancarias en dificultades.

... mientras la banca japonesa sufria en menor medida los efectos de la convulsión

Aunque los beneficios de la banca japonesa se redujeron en el periodo analizado, la convulsión financiera les afectó menos que a los bancos europeos y norteamericanos. La tasa de morosidad de la cartera de inversión crediticia siguió disminuyendo. El descenso de las provisiones fue limitado,

Coeficientes de capital y liquidez de los principales bancos¹

	Capital Nivel 1/activos ponderados por riesgo			Préstamos en mora/activos totales			Préstamos netos/depósitos totales		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Austria (3)	7,7	8,9	8,1	2,3	2,1	1,8	56,4	58,1	63,2
Australia (4)	7,5	7,2	6,8	0,1	0,2	0,2	88,3	89,8	85,1
Canadá (5)	9,9	10,4	9,6	0,3	0,2	0,2	58,3	56,2	57,2
Suiza (4)	11,7	11,7	9,8	0,2	0,2	0,1	25,2	26,1	27,3
Alemania (7)	8,4	8,4	8,0	1,0	0,6	0,8	36,2	30,4	25,4
España (5)	7,9	7,6	7,9	0,5	0,5	0,6	69,9	76,7	76,1
Francia (4)	8,1	7,9	7,4	1,2	1,2	1,3	32,3	36,5	25,8
Reino Unido (7)	7,5	7,9	7,6	0,8	0,7	0,8	54,8	54,5	51,1
Italia (4)	4,7	5,0	6,6	4,0	3,2	3,1	42,7	49,6	70,9
Japón (10)	7,3	7,9	7,4	1,1	1,0	0,9	53,1	55,1	62,5
Países Bajos (4)	10,4	9,4	10,0	0,6	0,6	0,4	54,1	55,8	55,1
Suecia (4)	7,1	7,2	7,1	0,4	0,4	0,3	71,7	74,2	74,9
Estados Unidos (11)	8,4	8,6	8,0	0,3	0,3	0,6	63,4	63,6	61,5

¹ Medias ponderadas por los activos totales; en porcentaje; las cifras entre paréntesis indican el número de bancos incluidos.

Fuente: Bankscope.

Cuadro VII.2

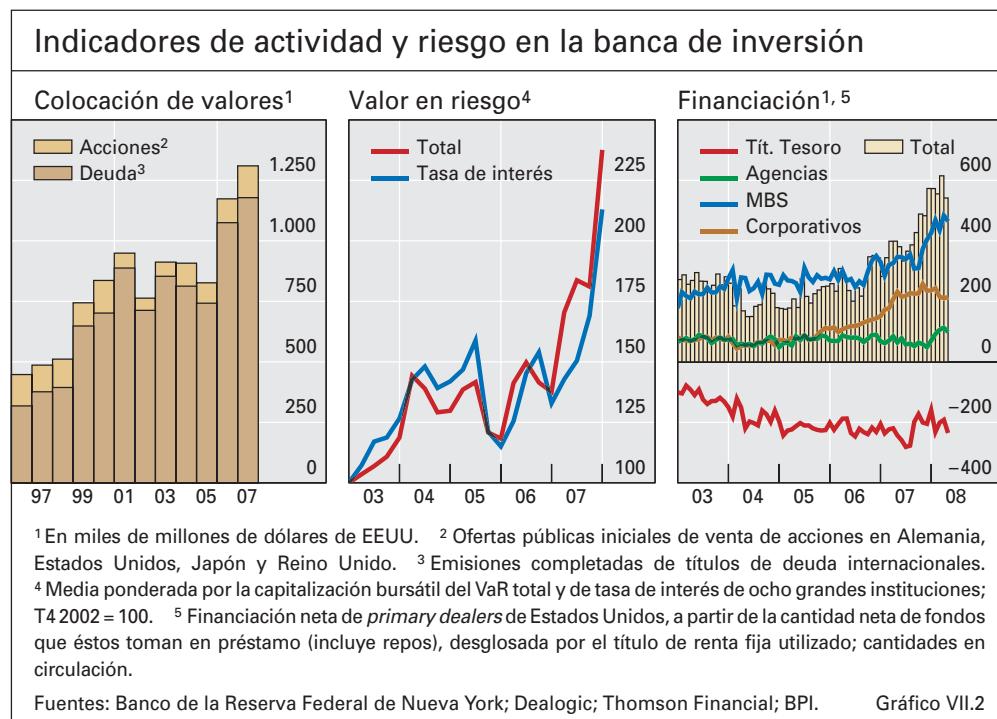
debido básicamente a los riesgos asumidos frente a entidades de crédito al consumo. En conjunto, la solvencia de la banca japonesa no se vio muy alterada y su acceso a la financiación no resultó perjudicado, gracias en parte a su amplia base de depósitos.

Banca de inversión

La banca de inversión puede haber sido el segmento del sector financiero más afectado por la inestabilidad. Sus beneficios cayeron drásticamente y algunas instituciones se vieron obligadas a captar importantes volúmenes de capital nuevo. El episodio de crisis próximo a la quiebra de una de las mayores firmas de Wall Street marcó un punto crítico en la evolución de los acontecimientos. Al mismo tiempo, la reacción de las autoridades estadounidenses facilitando liquidez al sector indicó un cambio de actitud con posibles repercusiones a largo plazo sobre el diseño de la política de supervisión prudencial.

Los graves problemas de la banca de inversión...

La rentabilidad de los bancos de inversión se deterioró bruscamente a partir de agosto de 2007. La rentabilidad sobre recursos propios de las mayores entidades estadounidenses y europeas cayó en 2007 a niveles cercanos al 7,4% y al 4,6%, respectivamente, menos de un tercio de los máximos alcanzados en 2006, y los resultados de algunas entidades fueron incluso negativos en el año. La mayor parte del deterioro de la rentabilidad se debe a pérdidas por exposición a activos de titulización hipotecaria, crédito al consumo y derivados relacionados. Los ingresos de la cartera de negociación se redujeron a la mitad por efecto de la inestabilidad en numerosos mercados de valores. En cambio, los ingresos procedentes de la gestión de activos y patrimonios, así como las comisiones de colocación y aseguramiento de ofertas públicas iniciales de venta de valores (OPV) y de asesoramiento en operaciones de fusión y adquisición de empresas, sostuvieron en general los resultados, al menos hasta final de año (véase el Gráfico VII.2). Sin embargo,



ambas líneas de negocio mostraron síntomas claros de debilidad en el primer trimestre de 2008 conforme remitía el flujo de operaciones y se cancelaban numerosas OPV.

Debido a la naturaleza de sus actividades, la banca de inversión es más vulnerable a condiciones de mercado desfavorables que la banca comercial, al operar con menores coeficientes de capital y asumir en general mayor riesgo. Sin una base de depositantes minoristas, la captación de fondos de los bancos de inversión depende en mayor grado de los mercados de capitales, al tiempo que la gestión de su liquidez a corto plazo requiere del buen funcionamiento de los mercados monetarios. Durante la convulsión financiera, la incertidumbre de las contrapartes sobre la magnitud y distribución de los riesgos asumidos por la banca de inversión en categorías de activos poco rentables ocasionó una grave escasez de liquidez. Los más afectados fueron los bancos de inversión independientes que no pertenecen a grupos financieros con actividades de banca comercial. La gravedad de los problemas de financiación obligó a la Reserva Federal a extender excepcionalmente sus facilidades de financiación a sociedades de valores que son también *primary dealers* en las operaciones del banco central (véase el Capítulo IV). Los bancos de inversión hicieron amplio uso de esas facilidades para sustituir bonos de titulización hipotecaria (MBS) de sus carteras por títulos de deuda pública que utilizarían como garantía en sus operaciones de financiación con pacto de recompra (véase el panel derecho del Gráfico VII.2).

La crisis cercana a la quiebra de Bear Stearns marcó un hito fundamental en este dilatado periodo de agitación financiera. Esta importante sociedad de Wall Street se encontró muy pronto en el ojo del huracán como consecuencia de su destacada participación en procesos de titulización hipotecaria. En el verano de 2007, la firma tuvo que respaldar a *hedge funds* asociados que habían incurrido en fuertes pérdidas debido a su exposición a hipotecas de

... a raíz de sus importantes riesgos de contraparte y de liquidez...

... indujeron una intervención pública a gran escala

alto riesgo. En marzo de 2008, la liquidez de la entidad sufrió un rápido deterioro, lo que indujo a la Reserva Federal a intervenir con medidas inéditas desde la Gran Depresión. Así, le concedió inicialmente un préstamo utilizando como intermediario a un banco comercial y días después concedió financiación y garantías para facilitar su total adquisición por dicho banco. Esta intervención extraordinaria intentaba evitar el cierre descontrolado de las importantes posiciones que Bear Stearns mantenía en los mercados al contado y de derivados, que de haberse producido, habría exacerbado la incertidumbre y la falta de liquidez en el mercado. Especial preocupación revistieron los riesgos relacionados con la función de esta sociedad como creador de mercado en el segmento CDS y como intermediario en operaciones con pacto de recompra tripartitas. La determinación de las autoridades al adoptar medidas decisivas para estabilizar la situación contribuyó a revertir la crisis de confianza de los agentes del mercado, propiciando el estrechamiento de los diferenciales y la reducción de las primas de riesgo (véase el Gráfico VII.1, así como el Capítulo VI). Al mismo tiempo, el carácter nada convencional de la intervención suscitó interrogantes acerca de sus efectos a largo plazo sobre la estructura de incentivos del sistema. Es probable que una voluntad manifiesta de extender la red de seguridad del banco central a los bancos de inversión, incluso aunque sólo fuera en circunstancias extremas, tenga consecuencias para el diseño de la vigilancia prudencial de esas entidades, que no están sujetas a la supervisión del banco central.

Sector asegurador

En general, la convulsión financiera afectó a las entidades aseguradoras menos que a las instituciones bancarias. La mayoría de las compañías de seguros cosecharon resultados positivos y sus ingresos por primas conservaron su fortaleza. Con la salvedad de las aseguradoras de bonos (*monolines*), no se constató una exposición generalizada a las categorías de activos más afectadas por las turbulencias. Las pérdidas reconocidas en las carteras de activos hipotecarios de las mayores entidades aseguradoras fueron asequibles, salvo contadas excepciones, y a diferencia del sector bancario, no originaron problemas de financiación.

En el ramo de responsabilidad civil y accidentes, la ausencia de desastres naturales a gran escala limitó los costes por indemnizaciones y contribuyó a mejorar los beneficios y los coeficientes de solvencia de las aseguradoras. No obstante, de cara al futuro, la mayor frecuencia de desastres naturales a pequeña escala podría hacer necesario revisar al alza las estimaciones de costes.

El ramo asegurador más afectado por la inestabilidad fue el especializado en ofrecer cobertura crediticia a los emisores de bonos. Las compañías de seguros denominadas *monoline*, avalistas tradicionales de emisiones de bonos municipales, habían ampliado gradualmente su negocio proporcionando caución o crédito reforzado a productos financieros estructurados. Las pérdidas en estos productos conllevaron pagos superiores a los previstos en los contratos de garantía, poniendo a prueba los balances apalancados de las aseguradoras de bonos. Como resultado, su calificación crediticia quedó en entredicho y el precio de su deuda se desplomó (véase el panel izquierdo del Gráfico 8 del

Pese al buen funcionamiento generalizado del sector asegurador...

... las tensiones afectaron a las compañías *monoline*, fuertemente apalancadas

Capítulo VI). Algunas de las compañías más pequeñas sufrieron rebajas en su calificación y otras se vieron obligadas a conseguir inyecciones de capital para poder mantener una triple A, fundamental para su modelo de negocio. Las dificultades a las que se enfrentaron al intentar obtener capital nuevo motivaron la intervención de las autoridades supervisoras para evitar repercusiones en otros segmentos del mercado de deuda y en otras instituciones financieras.

Inversión apalancada

Conforme se endurecieron las condiciones de financiación en los mercados...

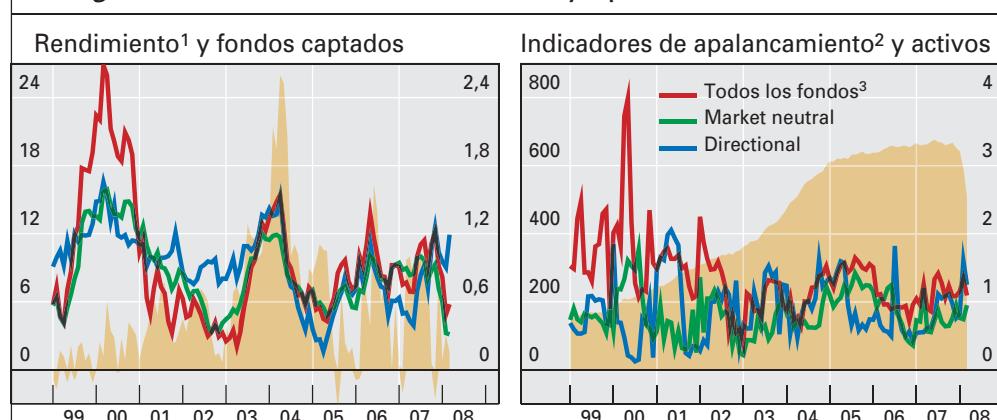
... la actividad de los *hedge funds* se redujo...

El segmento de inversión apalancada sufrió también las tensiones registradas en el sistema financiero, aunque sobre todo de forma indirecta. Los creadores de mercado y los prestamistas reaccionaron al deterioro de los balances y de los beneficios con un endurecimiento de las condiciones de financiación. Como resultado, los *hedge funds* y los fondos de capital inversión (*private equity funds*) tuvieron que adaptar su estrategia de inversión al mayor coste del endeudamiento.

Aunque los primeros síntomas de tensión estuvieron relacionados con *hedge funds* vinculados a importantes firmas de inversión, los resultados iniciales del segmento en conjunto fueron relativamente buenos. Durante 2007, la rentabilidad de la mayoría de las estrategias utilizadas por los *hedge funds* superó la de 2006 (véase el Gráfico VII.3), a excepción de los fondos de renta fija. Durante el año natural, las entradas netas en todos los tipos de fondos se mantuvieron en niveles comparables a los del pasado reciente.

En los primeros meses de 2008, la complicada situación del mercado se tradujo en resultados decepcionantes para muchos *hedge funds*, lo que provocó la retirada de algunos inversionistas. La situación se agravó por el deseo de los *prime brokers* (intermediarios especializados en la prestación unificada de servicios financieros) de reducir sus riesgos intensificando los

Hedge funds: volumen, rendimiento y apalancamiento

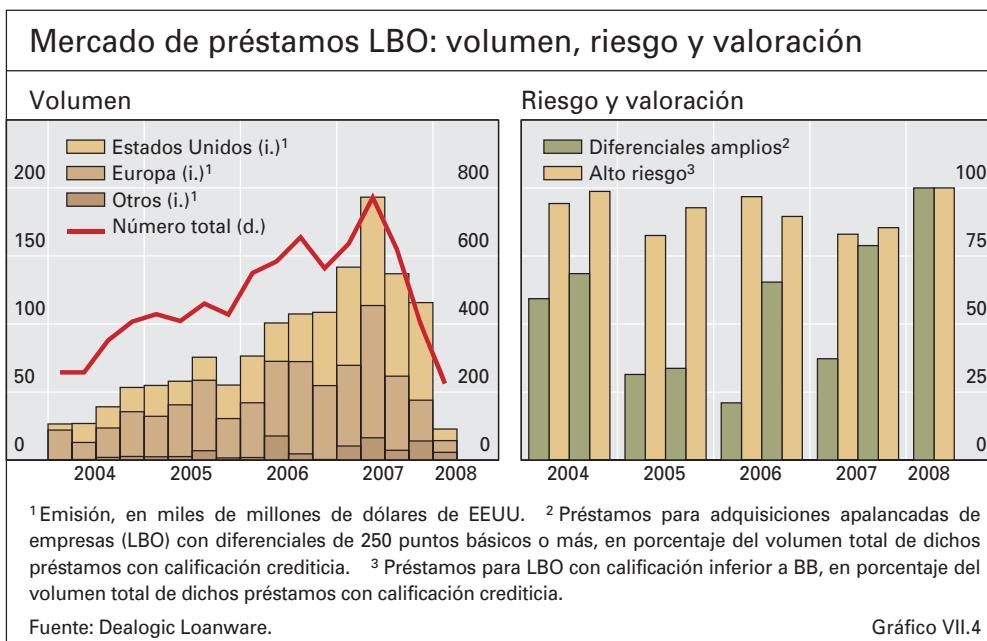


Las zonas sombreadas representan, respectivamente, flujos y saldos de los *hedge funds* (escalas de la izquierda), en miles de millones de dólares de EEUU.

¹ Diferencial de rentabilidad medio anualizado (media móvil de 12 meses), en porcentaje, para todos los *hedge funds*; con relación a los títulos del Tesoro de EEUU a tres meses. ² Basado en la metodología de análisis de regresión descrita en P. McGuire, E. Remolona y K. Tsatsaronis, «Time-varying exposures and leverage in hedge funds», *BIS Quarterly Review*, marzo de 2005. ³ Incluye todas las estrategias de inversión utilizadas por las distintas familias de *hedge funds*, ponderadas por los activos gestionados.

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

Gráfico VII.3



márgenes de garantías que exigían y endureciendo las condiciones de financiación. Numerosos fondos, sobre todo aquéllos que no ocupan los primeros puestos del segmento, encontraron dificultades para mantener abiertas sus posiciones y se vieron obligados a liquidar parte de sus carteras.

Los fondos de capital inversión sufrieron notables presiones durante el periodo analizado, al volverse más restrictivas las condiciones de financiación y disminuir las oportunidades de inversión. El éxito de años anteriores en la captación de fondos generó un exceso de recursos invertibles cuya colocación no se realizó de la forma habitual. La inversión en productos de financiación estructurada produjo abultadas pérdidas en algunos fondos de capital inversión e incluso la quiebra de una prestigiosa entidad recientemente cotizada en bolsa y vinculada a una destacada sociedad de capital inversión.

La concesión de préstamos ligados a adquisiciones apalancadas de empresas (LBO) disminuyó sustancialmente durante el segundo semestre de 2007, paralizándose casi por completo en el primer trimestre de 2008 (véase el Gráfico VII.4). Las entidades promotoras encontraron crecientes dificultades para titularizar esos créditos ante las reticencias de otros prestamistas a asumir riesgos. La inquietud por los mayores riesgos de crédito y de concentración debido a la involuntaria acumulación de dichas exposiciones drenó el flujo de financiación destinado a estas operaciones.

... y aumentaron las presiones sobre el capital inversión...

... conducentes a una contracción del mercado LBO

Mercados inmobiliarios y pérdidas de valoración en entidades financieras

Los acontecimientos en el mercado inmobiliario desempeñaron un papel protagonista en la génesis y en la dinámica de la inestabilidad financiera. La exposición a las hipotecas estadounidenses para adquisición de vivienda, especialmente en los segmentos de mayor riesgo del mercado, fue la principal fuente de pérdidas tanto para las propias carteras de hipotecas como para las de valores relacionados con deuda hipotecaria. De cara al futuro, es probable que la dinámica del mercado inmobiliario también sea clave para la evolución de la situación económica general.

La desaceleración de los mercados inmobiliarios...

Absorción de pérdidas por *subprimes* y recapitalización¹

	Absorción de pérdidas			Recapitalización ²
	Volumen ²	% de beneficios ³	% del capital ⁴	
Bancos comerciales ⁵	197	102	21	169
Bancos de inversión ⁶	64	163	24	37

¹ A mediados de mayo de 2008. ² En miles de millones de dólares de EEUU. ³ Beneficios antes de impuestos en 2007 (para dos bancos comerciales, 2006). ⁴ Capital de Nivel 1 en 2007 (para bancos de inversión, patrimonio total). ⁵ Los 20 mayores. ⁶ Los cinco mayores.

Fuentes: Bankscope; Bloomberg.

Cuadro VII.3

... obligó a las entidades financieras a asumir abultadas pérdidas...

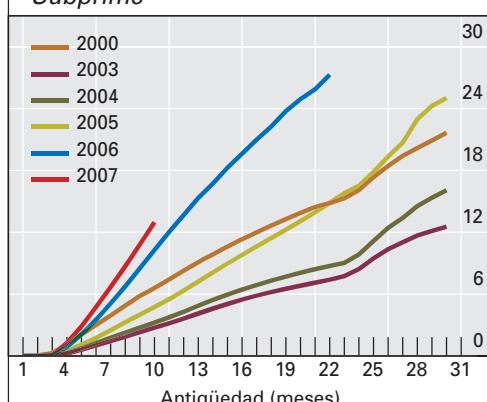
La mayoría de las pérdidas contables reconocidas por entidades financieras durante el periodo analizado tuvieron que ver con la caída del valor de sus carteras de instrumentos relacionados con hipotecas. Las pérdidas contabilizadas desde agosto de 2007 fueron bastante severas (véase el Cuadro VII.3) y reflejaron la interacción de la mayor morosidad en la deuda hipotecaria y del reajuste masivo de las valoraciones de las carteras de titulización hipotecaria. La magnitud de las pérdidas obligó a un gran número de instituciones a buscar activamente nuevo capital con el que recomponer sus balances.

Las pérdidas vinculadas a hipotecas se dispararon en Estados Unidos al aumentar las tasas de morosidad, que en septiembre de 2007 ascendían al 3,1% en los préstamos de alta calidad crediticia (*prime-quality*) y al 16% en los de baja calidad (*subprime*). Las últimas añadas de préstamos *subprime* han registrado tasas de morosidad mucho más elevadas, revelando la progresiva relajación de los criterios de concesión de crédito durante el auge inmobiliario (véase el Gráfico VII.5).

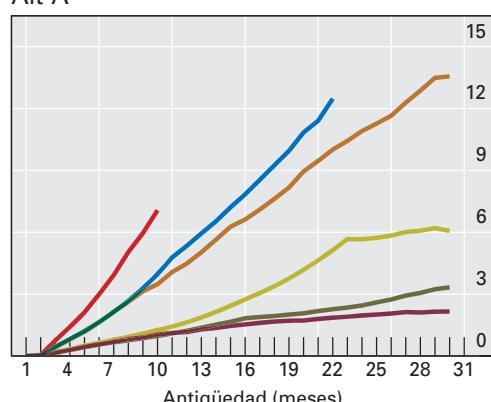
El aumento de la morosidad hipotecaria llevó a reconsiderar los supuestos en los que se basa la valoración de los instrumentos vinculados a hipotecas. Los reducidos diferenciales de los fondos de titulización hipotecaria reflejaban en cierta medida la percepción de que los prestatarios, por muy endeudados que estuvieran, serían capaces de refinanciar o revender

Tasas de morosidad de hipotecas¹

Subprime



Alt-A



¹ Tasas de morosidad (60 días o más) por año de concesión, en porcentaje.

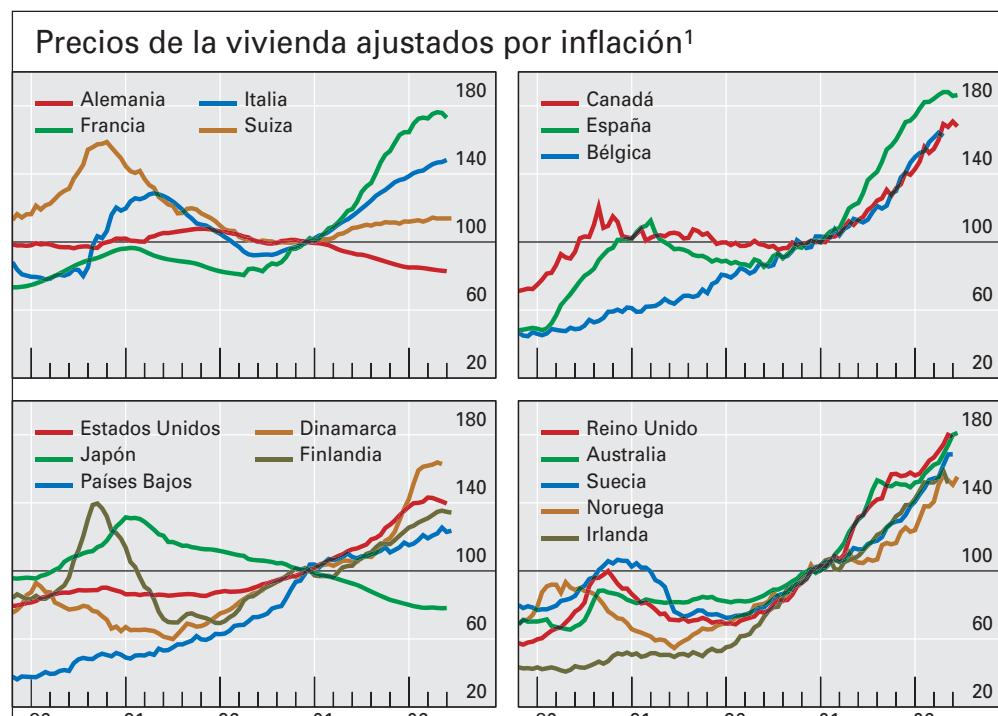
Fuentes: CPR & CDR Technologies, Inc; UBS.

Gráfico VII.5

fácilmente sus activos inmobiliarios en el boyante mercado de la vivienda, evitando costosos procedimientos de ejecución hipotecaria. Las valoraciones de los productos de financiación estructurada ligados a hipotecas se basaban además en supuestos optimistas sobre la relación entre morosidad y factores «sistemáticos» de riesgo. En consecuencia, las manifestaciones de un mayor nivel de riesgo provocaron rebajas a gran escala en las calificaciones crediticias de los instrumentos de titulización hipotecaria y una brusca caída de la valoración a precios de mercado de los productos de financiación estructurada vinculados a aquéllos.

La caída de precios se vio agravada por dos aspectos concretos de los productos de financiación estructurada. El primero fue la complejidad de la estructura que rige la distribución de los flujos de caja entre los distintos inversionistas. Por diseño, la titulización redistribuía el riesgo de forma que éste se concentrase en los tramos subordinados. Sin embargo, la reducida pérdida esperada característica de los tramos preferentes llevaba un coste aparejado: su mayor sensibilidad a los supuestos de valoración subyacentes. En segundo lugar, ante la escasa liquidez en los mercados secundarios de estos instrumentos, sus valoraciones han tendido a basarse en la colocación en el mercado primario de nuevas emisiones de estructura similar o bien en modelos de estimación del riesgo, en vez de apoyarse en información actualizada sobre el comportamiento de las cestas de activos subyacentes. Conforme se agotaba la demanda de nuevos instrumentos y tuvieron que revisarse los supuestos iniciales de valoración, la naturaleza no lineal de las estructuras obligó a introducir ajustes muy sustanciales en las valoraciones

La complejidad de las operaciones provocó pérdidas contables por ajuste de valoración



¹ Precios nominales de la vivienda deflactados por el deflactor del consumo personal; 2000 = 100. Para Alemania, Francia, Italia y Japón, los datos trimestrales sobre el precio de la vivienda se derivan de datos de menor frecuencia utilizando técnicas de interpolación Ginsburgh.

Fuentes: diversas asociaciones inmobiliarias; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VII.6

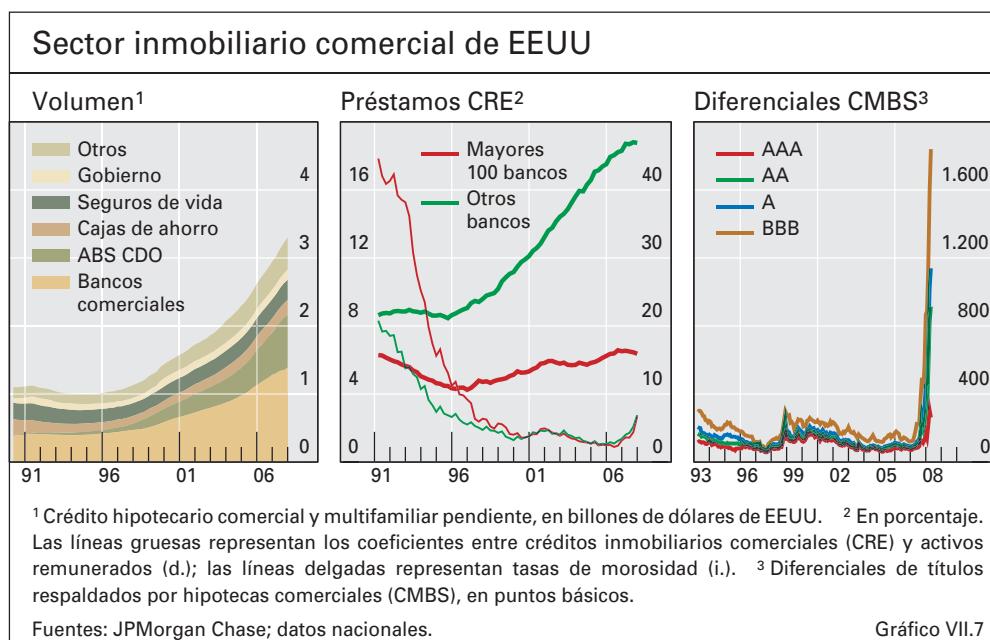
realizadas. Este hecho explica por qué las pérdidas asumidas por las entidades financieras son significativamente superiores a las realmente sufridas en las carteras de hipotecas fallidas.

Una caída sustancial de la inflación de la vivienda...

... se transmitió al mercado inmobiliario de uso comercial

Las tendencias del mercado inmobiliario han sido determinantes en la evolución del ciclo actual. Los precios de los inmuebles residenciales se frenaron considerablemente durante el periodo analizado (véase el Gráfico VII.6). En la mayoría de los países, los precios de la vivienda se estabilizaron o moderaron sustancialmente su ritmo de crecimiento. En Estados Unidos disminuyeron, aunque el descenso del índice medio de precios a escala nacional esconde una evolución muy diversa entre los mercados locales. Las áreas donde más subieron los precios en los últimos años fueron también las que han registrado mayores caídas. Los índices más sensibles a los inmuebles de grandes áreas urbanas o financiados por hipotecas de elevada cuantía o concedidas con escasos requisitos documentales muestran caídas anuales de precios del orden del 12%. En términos más generales, la moderación mundial del crecimiento de los precios de inmuebles residenciales puede atribuirse básicamente a un descenso de la demanda de vivienda, que en algunos países ha venido precedido de un reciente auge del sector de la construcción. Entre los factores que han frenado en diversa medida la demanda de vivienda en diferentes países destacan las mayores tasas de interés hipotecarias, la incipiente desaceleración económica y los elevados niveles de endeudamiento de los hogares.

La desaceleración de los precios de los inmuebles también afectó al sector inmobiliario de uso comercial. En los últimos años, el encarecimiento de los inmuebles comerciales se aceleró en varias economías, si bien partían de niveles inferiores al de los mercados residenciales y mostraron mayor disparidad entre países (véase el Cuadro VII.4). La exposición de las entidades bancarias a este sector también creció. Así, la exposición directa al sector inmobiliario de uso comercial representa casi el 14% de los activos de la banca estadounidense, proporción que, en los seis últimos años, pasó del 19% al 33% en el caso de los bancos de tamaño medio (véase el Gráfico VII.7).



	Precios de los inmuebles de uso comercial ¹						
	Variación nominal ²			Nivel ³	Pro memoria: tasa de desocupación de oficinas ⁴		
	1998–2006	2006	2007	2007	2005	2006	2007
Estados Unidos	3,2	12,3	15,9	47,1	13,9	12,6	12,8
Japón	-3,1	19,6	11,9	21,4	3,9	3,0	2,1
Alemania	-2,1	-5,1	-1,3	34,9	11,6	9,9	9,8
Reino Unido	5,4	17,2	-4,8	64,7	7,3	5,7	4,2
Francia	6,0	15,0	11,8	78,0	6,5	5,1	5,2
Italia	10,2	1,3	3,9	86,0	6,1	6,1	5,8
Canadá	3,3	12,9	11,6	64,7	12,1	10,5	7,2
España	10,0	10,7	5,9	76,1	6,1	3,4	4,3
Países Bajos	2,4	4,3	4,6	83,1	13,6	11,7	10,6
Australia	2,7	10,8	14,9	50,6	9,0	8,1	4,7
Suiza	1,3	-0,0	0,6	60,2	11,5	10,9	10,2
Suecia	3,0	9,8	9,4	51,4	16,8	15,4	11,7
Noruega	2,8	10,7	12,4	69,7	9,0	8,2	4,5
Dinamarca	8,4	9,6	5,6	100,0	7,9	5,0	4,3
Finlandia	0,5	1,8	3,3	56,9	9,0	8,1	7,0
Irlanda	10,5	21,7	6,1	100,0	15,2	12,0	11,3

¹ Para Australia, España e Italia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del suelo. ² Variación porcentual anual. ³ Período 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, en todo el país; para Alemania, Australia, España, Francia, Italia y Países Bajos, promedio de las principales ciudades; para el resto de países, la ciudad más grande.

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

Cuadro VII.4

Con todo, durante el periodo analizado fueron acumulándose síntomas de una mayor sensibilidad de los inversionistas al riesgo en el sector inmobiliario de uso comercial. Así, la tendencia al crecimiento en la emisión de valores garantizados mediante inversiones en inmuebles comerciales cambió de signo durante el pasado año, al tiempo que sus diferenciales de rendimiento se ampliaron de forma muy sustancial (véase el panel derecho del Gráfico VII.7). Esto contrasta con las informaciones sobre una relajación gradual de los criterios de concesión de crédito durante los últimos años, similar a la observada en los mercados hipotecarios residenciales.

La inestabilidad financiera en perspectiva

El episodio de tensiones que ha dominado desde mediados de 2007 el panorama financiero bien podría ser uno de los más graves de la historia reciente. Además de afectar a numerosas instituciones financieras, está resultando más persistente que otros muchos incidentes anteriores de inestabilidad generalizada del sector financiero. Desde la perspectiva de los poderes públicos, algunas de las principales cuestiones que plantea esta inestabilidad tienen que ver con las interacciones entre los sectores real

y financiero de la economía. Un interrogante clave es si el ciclo crediticio podría estar dirigiendo la evolución del ciclo económico, al responder las instituciones financieras al deterioro de sus balances contrayendo su oferta de crédito. Además, la propagación de tensiones a través del mercado bancario internacional indica que sus efectos sobre la economía podrían ser más amplios de lo que sugieren los focos de tensión originales. Por último, cabe preguntarse por el riesgo sistémico y cómo influye en su configuración el modelo de intermediación financiera basado en originar y distribuir riesgos.

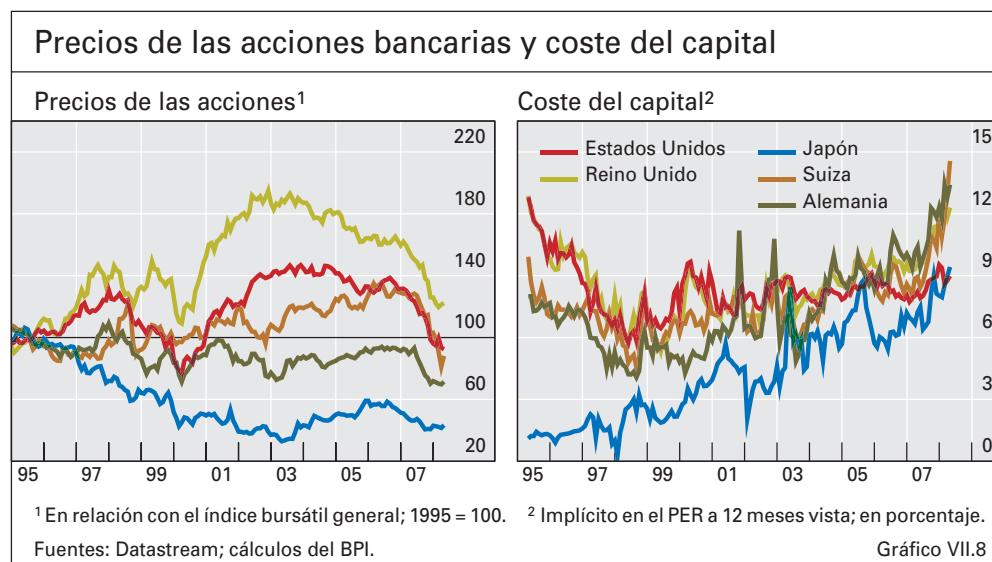
El ciclo crediticio

Las fuertes pérdidas obligaron a los bancos a...

... captar nuevo capital...

Las fuertes tensiones vividas durante el periodo analizado han obligado a las entidades financieras a revisar sus planes de negocio. En muchos casos, las instituciones cuya base de capital se contrajo tuvieron que recurrir a recapitalizaciones de emergencia para mantener su posición en sus respectivas áreas de actividad. Con todo, un aspecto clave de cara al futuro es la repercusión que tendrá la inestabilidad financiera sobre la oferta de crédito al sector no financiero.

La asimilación de pérdidas contables en activos del mercado hipotecario y las perspectivas de mayor deterioro de la calidad de los activos indujeron a muchas entidades a tomar medidas para recomponer sus balances. En concreto, numerosos grandes bancos han captado nuevo capital mediante ofertas públicas o colocaciones privadas de derechos de suscripción por un importe cercano a 200.000 millones de dólares (véase el Cuadro VII.3). Estas emisiones han sido particularmente costosas en un entorno de mercado adverso en el que la preocupación de los inversionistas por la fragilidad de los resultados de las instituciones financieras ha afectado negativamente al precio de sus acciones (véase el Gráfico VII.8). Con todo, para algunas instituciones, los costes financieros y de reputación derivados de la adopción inmediata de medidas han sido menores que los beneficios de evitar nuevas restricciones a la disponibilidad de capital y de poder mantener recursos propios suficientes para preservar su posición en el mercado. Estas medidas fueron avaladas por

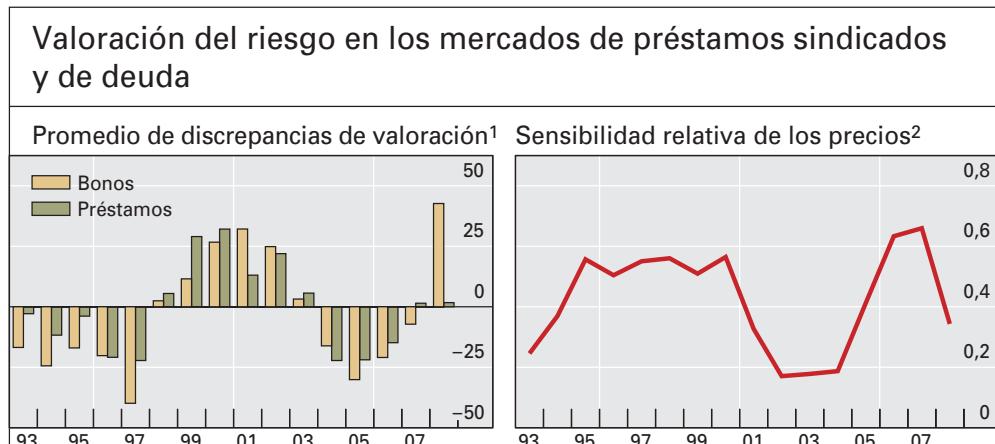


los supervisores, que han instado a los bancos a realizar un análisis crítico de sus niveles de capitalización y a subsanar con prontitud eventuales deficiencias.

Otra reacción de las entidades financieras, más generalizada que la anterior, ha consistido en adoptar una estrategia más defensiva para el crecimiento de sus activos. El deterioro de éstos indujo a los prestamistas a retirarse de los segmentos más perjudicados, como préstamos hipotecarios y crédito al consumo. Los datos procedentes de encuestas revelan con claridad el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito en esos segmentos, no sólo en Estados Unidos, donde la evolución de esas categorías de crédito empeoró manifiestamente, sino también en Europa, donde el problema ha sido mucho menos grave (véanse el Capítulo II y el panel derecho del Gráfico II.12). Hay síntomas de que el crédito al sector empresarial también está bajo presión, habiendo endurecido los bancos sus criterios de concesión. Particularmente destacable ha sido la desaparición de cláusulas permisivas en los contratos de préstamo, que se habían popularizado durante el reciente auge de financiación apalancada. Por lo general, los diferenciales crediticios también han aumentado, aunque de forma más acusada en el mercado de bonos que en el de préstamos (véase el Gráfico VII.9).

En muchos países, las tasas de crecimiento del crédito agregado han abandonado ligeramente sus máximos recientes (véase el Gráfico VII.10). Sin embargo, estos datos podrían subestimar en algunos casos la contracción de la oferta de crédito, por distintos motivos. El primero es que, ante la escasa rentabilidad de los instrumentos titulizados, los bancos patrocinadores volvieron a incluir en sus balances carteras que habían mantenido en entidades jurídicas separadas como parte de la estructura de titulización. Estas decisiones

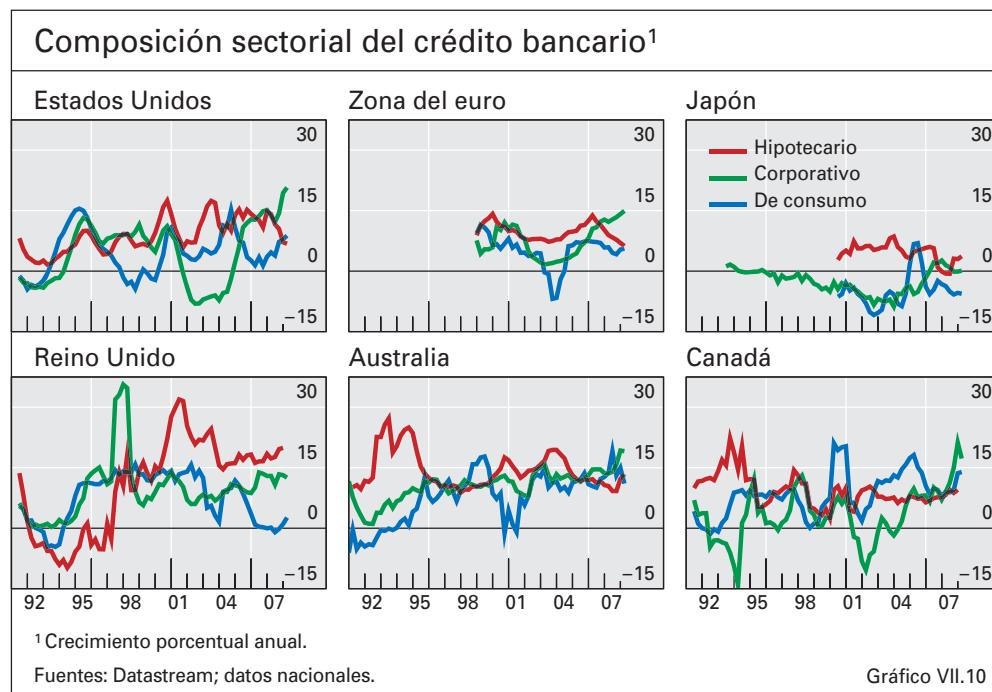
... y a endurecer el crédito



¹Medias, ponderadas por el tamaño de la facilidad, de las discrepancias (en puntos básicos) entre los diferenciales del mercado (bono o préstamo) y los diferenciales implícitos en un modelo que incorpora tasas de interés a corto plazo, calificación crediticia, vencimiento residual, avales, garantías, riesgo de tipo de cambio y tamaño de la facilidad. Un valor negativo indica que los diferenciales del mercado son inferiores a los diferenciales implícitos en el modelo. ²Sensibilidad relativa, variable en el tiempo, de los precios de los préstamos y de los bonos al riesgo de crédito, estimada como el coeficiente de regresión de las tasas de interés de los préstamos sobre el índice de rendimiento de los bonos corporativos con idéntica calificación. Otras variables incluidas son el tamaño y el vencimiento del préstamo. Un valor de 0,5 implica que la diferencia entre los diferenciales de las dos facilidades de financiación, una con calificación inferior a la otra, es la mitad para los préstamos que para los bonos.

Fuentes: Dealogic; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VII.9



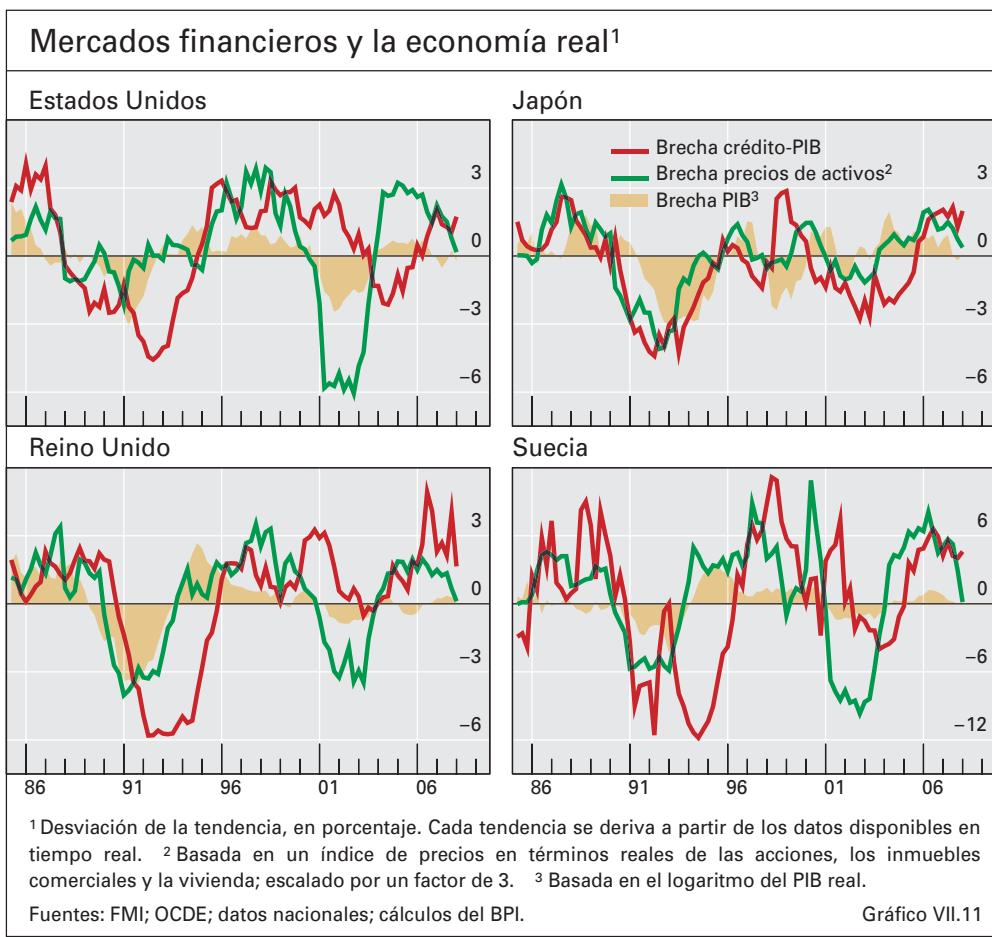
obedecieron en parte a compromisos de financiación vigentes con esas entidades separadas, aunque también al deseo de minimizar los costes de reputación para la institución en caso de quiebra de esos vehículos. Un segundo motivo es que un buen número de grandes bancos, que habían concedido préstamos para operaciones de LBO en las últimas fases del auge de financiación apalancada, se vieron obligados a asumir gran parte de esos riesgos al evaporarse el mercado secundario para dichos préstamos en el verano de 2007. La magnitud de la exposición, que según los analistas del mercado llegó a rondar los 250.000 millones de dólares, lastró los balances de las entidades bancarias. El interés de los fondos de capital inversión alentó en parte una gradual recuperación del mercado secundario a finales del periodo analizado. Un último motivo que explica por qué las cifras agregadas podrían sobreestimar la oferta de nuevo crédito es que, una vez iniciada la contracción crediticia, los prestatarios necesitados de crédito suelen recurrir a las líneas abiertas con sus entidades bancarias.

La evolución del crédito disponible a corto y medio plazo dependerá de una serie de factores. Dos determinantes básicos, muy vinculados entre sí, son el grado en que la banca consiga recomponer sus reservas obligatorias y la evolución de la calidad de sus activos. Esto último, a su vez, está íntimamente ligado a la evolución del entorno macroeconómico.

Episodios previos de tensión en el sector financiero pueden ayudar a hacerse una idea sobre el futuro, aunque sólo sea aproximada. La actual inflexión del ciclo crediticio se asemeja a otras acaecidas en los últimos 20 años al examinarse los patrones de expansión del crédito, los precios de los activos y la actividad económica (véase el Gráfico VII.11). Con independencia de las peculiaridades de los episodios previos, todos ellos solieron ir precedidos de etapas de crecimiento del crédito por encima del promedio y escaladas de los precios de los activos, lideradas muy a menudo por los precios de los

La dinámica del ciclo crediticio se entrelaza con...

... la evolución de la economía real



inmuebles. Estos períodos de expansión crediticia tendieron a coincidir con relajaciones de los criterios de concesión de crédito y con una menor valoración del riesgo (véase el panel izquierdo del Gráfico VII.9), además de fuertes repuntes de la actividad económica.

La inflexión del proceso durante la fase bajista del ciclo a menudo resultó bastante brusca. Con frecuencia, las magnitudes del sector financiero actuaron como indicadores adelantados de la actividad económica real, al desacelerarse el crédito y caer el precio de los activos antes de que lo hicieran el PIB y el gasto. La solvencia de las instituciones financieras empeoró durante esta fase bajista, a juzgar por el deterioro de los indicadores de resultados. Aunque resulta difícil extraer relaciones causales generalizadas a partir de estas evidencias, analizando la evolución de la solvencia del sector financiero, el crecimiento del crédito y de los precios de los activos, y la actividad del sector real, se observa una fuerte interdependencia.

Más allá del horizonte de corto plazo, los principales riesgos parecen relacionarse con la respuesta de la demanda agregada ante la debilidad de las entidades bancarias y el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito. Los niveles de endeudamiento de los hogares continúan siendo elevados en numerosos países, por lo que una contracción de la oferta de crédito seguramente afectaría a los patrones de gasto (véase el Capítulo II). El nivel al que terminen convergiendo los precios de la vivienda y la duración de ese periodo de estabilización serán factores muy importantes en aquellas

economías donde el sector inmobiliario residencial ha experimentado los mayores auges.

El mercado bancario internacional y la transmisión de las tensiones

Las tensiones podrían repercutir a escala internacional a través de...

La creciente internacionalización de la actividad financiera hace que la solvencia del sistema bancario de un país pueda ser importante más allá de sus fronteras. El núcleo del mercado bancario internacional lo conforma un conjunto de grandes instituciones. Cualquier dificultad que atraviesen de forma continua puede acabar afectando a las condiciones financieras de otros países.

La década de los 90 ofrece ejemplos de crisis bancarias en países industriales avanzados con repercusiones directas a escala internacional. Los bancos japoneses redujeron sus operaciones internacionales en respuesta a su problema de préstamos fallidos tras el estallido de la burbuja de precios de los activos (véase el panel superior del Gráfico VII.12). Como resultado de un dilatado periodo de crecimiento en general negativo, la participación de la banca japonesa en el total de activos internacionales pasó del 38% en 1990 a menos del 8% en 2007. La crisis bancaria en los países nórdicos tuvo efectos análogos, minorando los activos internacionales de bancos locales, aunque a escala mucho menor. Los periodos en los que las operaciones internacionales de la banca estadounidense se contrajeron también coinciden con episodios de tensión financiera interna, especialmente a finales de los años 80, principios de los 90 y en el otoño de 1998.

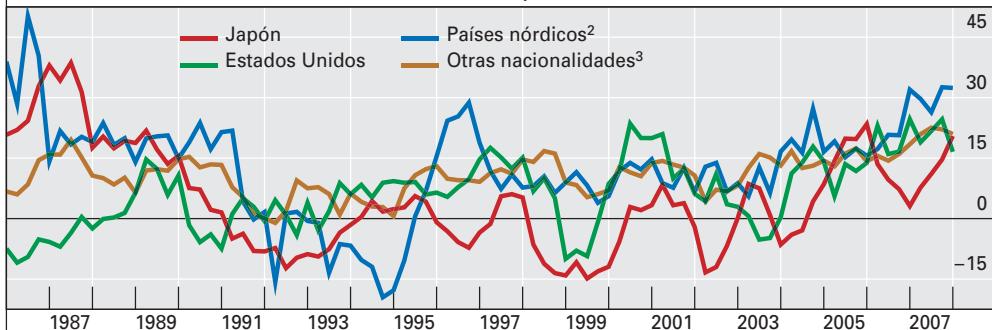
... un menor crédito transfronterizo...

En todos estos casos, los bancos afectados redujeron el crédito canalizado a través de sus oficinas en el extranjero, de tal modo que la oferta de crédito en los países de acogida se vio negativamente afectada por las condiciones en la sede central de los bancos en el país de origen. En cambio, durante la mayor parte de este periodo, el crédito internacional concedido por oficinas en el extranjero mostró una evolución cíclica más moderada, con un breve y único episodio de crecimiento negativo en 1992.

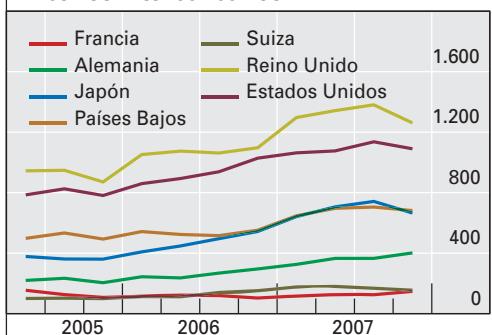
El mercado bancario internacional ha crecido significativamente desde entonces y, con ello, el eventual impacto a escala mundial de una contracción semejante en la actualidad. Los activos internacionales de los bancos declarantes al BPI pasaron de 6 billones de dólares en 1990 a 37 billones en 2007 (equivalente a más del 70% del PIB mundial) y sus activos totales frente a mercados emergentes alcanzaron los 4 billones de dólares, incluyendo préstamos transfronterizos y aquéllos concedidos por las filiales locales de bancos extranjeros. Si las instituciones de un importante sistema bancario nacional se retiraran del mercado crediticio internacional, podrían verse afectadas las economías industriales avanzadas y quedar restringida la financiación de los mercados emergentes (véase el Capítulo III). Diversas economías emergentes de Europa y América Latina dependen ahora más del crédito bancario externo, canalizado a través de operaciones transfronterizas o mediante filiales locales. Dicho esto, los datos disponibles hasta finales de 2007 revelan una continua aceleración del crédito bancario hacia mercados emergentes, en contraste con la evolución de la actividad bancaria entre las economías industriales avanzadas.

Crédito internacional y posiciones interbancarias

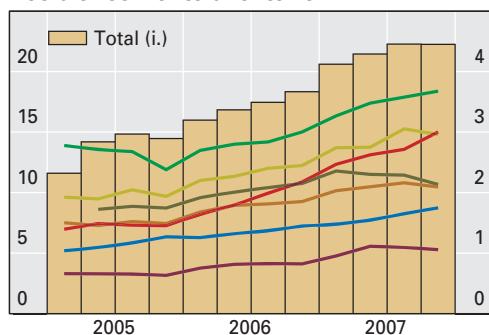
Crecimiento de los activos internacionales, por nacionalidad de los bancos¹



Activos interbancarios^{4, 5}



Posiciones frente al exterior^{5, 6}



¹ Tasa de crecimiento interanual de los activos internacionales de los bancos de la nacionalidad indicada en la leyenda. Excluye los activos en divisas frente a residentes del país de origen. ² Bancos daneses, finlandeses, noruegos y suecos. ³ Activos internacionales totales, excluidos los contabilizados por bancos estadounidenses, japoneses y nórdicos. ⁴ Activos exteriores de los bancos declarantes al BPI frente a los sistemas bancarios nacionales identificados en la leyenda; en miles de millones de dólares de EEUU. ⁵ En términos de riesgo último; excluye las transferencias intragrupo. ⁶ Activos exteriores frente a entidades (bancarias y no bancarias) en economías avanzadas, contabilizados por bancos con sede en los países de la leyenda; en billones de dólares de EEUU.

Fuente: estadísticas bancarias internacionales del BPI.

Gráfico VII.12

Aun cuando se considere que la situación de los bancos con presencia internacional es hoy menos problemática que a comienzos de la década de los 90, su exposición a los mismos riesgos de mercado (incluidos los activos hipotecarios estadounidenses) ha aumentado y su interconexión ha crecido enormemente a través de vínculos interbancarios, compromisos de crédito y garantías. De hecho, han comenzado a apreciarse síntomas de contracción crediticia. Así, los bancos con presencia internacional han empezado a reducir su exposición directa al riesgo en diversos sistemas bancarios nacionales. Los riesgos interbancarios frente a entidades británicas, francesas y estadounidenses son los que más se han reducido, seguidos de los asumidos frente a bancos alemanes y suizos (véase el panel inferior izquierdo del Gráfico VII.12). A su vez, los activos internacionales totales de algunos importantes sistemas bancarios, como los de Estados Unidos, el Reino Unido y Suiza, vienen dando muestras de moderación (véase el panel inferior derecho del mismo gráfico). La existencia de vínculos tan estrechos entre las instituciones bancarias a escala mundial supone que cualquier tensión prolongada en bancos con presencia internacional puede acabar contrayendo el crédito en los mercados bancarios internacionales, con efectos que podrían propagarse más allá de los principales centros financieros.

... y los vínculos interbancarios

El modelo de negocio originar y distribuir riesgos

El nuevo modelo de negocio basado en originar y distribuir riesgos...

Numerosos elementos de la reciente convulsión en los mercados de crédito reflejan rasgos de ciclos financieros anteriores, por lo que forman parte de los mecanismos que producen la alternancia entre períodos de auge financiero y de brusca contracción. Un factor relativamente novedoso y peculiar de este último episodio es el protagonismo del modelo de negocio de intermediación financiera basado en originar riesgo para distribuirlo después. Este modelo se sirve de los mercados para transmitir el riesgo de crédito originado y dispersarlo, con una estructura estratificada de agentes que participan en cada una de las diferentes etapas del proceso, desde que se origina el crédito, hasta la asunción última del riesgo, pasando por su reestructuración. Aunque la titulización no es una innovación reciente, su crecimiento se ha acelerado notablemente en los últimos años, sobre todo por la aparición de estructuras más complejas.

... facilita la transferencia del riesgo...

La expansión de los mercados de instrumentos titulizados formó parte integral de la fase de auge del actual ciclo crediticio. La innovación financiera, materializada en nuevas estructuras que redirigen los flujos de efectivo generados por los activos titulizados hacia los inversionistas últimos, facilitó en gran medida la abundante oferta de crédito a hogares y empresas. La reestructuración de créditos hipotecarios en instrumentos por tramos con diferentes características de riesgo estimuló la financiación procedente de diversos tipos de inversionistas con distintos grados de tolerancia al riesgo. Además, una distribución más generalizada del riesgo por todo el sistema financiero probablemente condujo a la compresión de las primas de riesgo, al propiciar un mejor ajuste entre el apetito de los inversionistas por el riesgo y la composición de sus carteras.

... pero esconde debilidades estructurales...

En cambio, la inestabilidad de los mercados financieros que dio paso a la fase contractiva del ciclo puso de manifiesto ciertas debilidades de este modelo de intermediación financiera y, sobre todo, de algunas de las prácticas introducidas más recientemente. El origen de estas deficiencias reside en la interacción entre los incentivos de los distintos partícipes en la cadena de titulización y la calidad del flujo de información. Para tener éxito, el proceso de titulización necesita de la complementariedad de los distintos participantes, a fin de garantizar que las decisiones en cada una de las etapas se basen en información pertinente y conduzcan a una eficiente asignación del riesgo y de los recursos económicos.

... en la génesis del préstamo...

Los originadores son fundamentales para el éxito de la titulización. La información generada posteriormente por otros participantes en el proceso no es más que un sustitutivo imperfecto del análisis de la calidad de los activos que realizan las entidades que crean las posiciones. Las deficiencias informativas por falta de diligencia debida o por la permisividad de los criterios de colocación y aseguramiento en esta etapa inicial resultan muy difíciles de subsanar. Estas carencias quedaron patentes en el mercado de titulización de hipotecas *subprime*. La competencia entre entidades originadoras sin intención alguna de asumir riesgos y con la única motivación de obtener ingresos ligados a los volúmenes originados contribuyó a relajar los estándares de verificación y documentación de las hipotecas. En los casos

más extremos se otorgaron créditos a prestatarios claramente incapaces de afrontar los reembolsos, salvo en escenarios muy optimistas de revalorizaciones futuras de la vivienda.

Los intermediarios financieros especializados en la constitución y gestión de vehículos de titulización cuentan con incentivos similares a los de los originadores. Sus ingresos dependen básicamente del volumen de negocio con los activos titulizados, y no de su perfil subyacente de rentabilidad-riesgo. Aunque estos intermediarios suelen asumir una pequeña parte del riesgo, la euforia reinante en la fase de auge del mercado les permitió reducir sustancialmente esa exposición. Además, la creación de estructuras complejas, con varios estratos de titulización entre la base de activos original y los flujos percibidos por los compradores últimos del riesgo, a menudo permitió ocultar el riesgo asumido por los gestores de las estructuras.

Una de las principales funciones de los inversionistas que en último término asumen el riesgo es introducir disciplina en el proceso de titulización mediante la exigencia y obtención de información pertinente sobre los riesgos subyacentes antes de tomar posiciones. Sin embargo, el incentivo para ello quedó debilitado, ya que el novedoso y complejo diseño de las operaciones de titulización permitía estructurar gran parte de los activos titulizados en tramos preferentes que recibían las máximas puntuaciones de las agencias de calificación crediticia. La retribución de esta categoría de activos, aunque generosa en comparación con otros instrumentos de calificación similar, no es lo suficientemente elevada como para justificar un análisis exhaustivo de los riesgos subyacentes en operaciones de estructura muy compleja. De ahí que los inversionistas basaran sus decisiones en evaluaciones externas del riesgo y en la debida diligencia de inversionistas *mezzanine*, que detentan activos de menor orden de prelación y mayor rentabilidad. Sin embargo, su capacidad para discernir entre los riesgos e introducir disciplina se vio menoscabada por el enorme volumen de emisiones de activos titulizados en los últimos años, que superó sus recursos. Asimismo, la práctica de la titulización estratificada, que creó nuevas estructuras y un mayor número de activos preferentes a partir de la reestructuración de tramos *mezzanine* de activos titulizados, redujo aún más la capacidad de este tipo de inversionistas para evaluar y supervisar adecuadamente los riesgos.

La expansión de modalidades de titulización más complejas podría haber debilitado los incentivos de originadores y gestores para aplicar su debida diligencia, otorgando con ello mayor importancia a las calificaciones crediticias en el funcionamiento del mercado. Los inversionistas en tramos de mayor preferencia se guiaron más por las evaluaciones de las agencias de calificación crediticia, a menudo sin reparar en que se basan sobre todo en las pérdidas medias (o esperadas) de los activos y no describen con detalle el posible alcance de las mismas. De hecho, la complejidad de las estructuras de titulización más estratificadas amplió este alcance muy por encima de las pérdidas que podrían esperarse en préstamos o bonos de calificación similar. Las calificaciones crediticias tampoco contemplan las posibles pérdidas derivadas de la interacción entre los factores de riesgo de mercado y los de riesgo de crédito, que son también más pronunciadas en algunas de estas

... en la titulización...

... y en la asignación de calificaciones crediticias

estructuras. De hecho, tras la experiencia que ha supuesto el actual periodo de convulsión financiera, los inversionistas parecen haber rehuído de la complejidad y las agencias de calificación han comenzado a explorar formas para comunicar mejor los importantes matices de sus evaluaciones.

Pese a las conocidas deficiencias del modelo de originar y distribuir riesgos puestas de manifiesto durante este periodo de tensión, no pueden negarse sus potenciales beneficios para las instituciones individuales y para la eficiencia del conjunto del sistema financiero. El principal reto de los participantes en el mercado y poderes públicos consiste en solucionar esos problemas potenciando al mismo tiempo sus elementos positivos. En este sentido, se han puesto en marcha diversas iniciativas. El sector privado baraja medidas como la aplicación de criterios de documentación más exhaustivos al originarse los activos y la mejora de la divulgación de información a lo largo de la cadena de titulización; un mayor reconocimiento de la mejora de la disciplina cuando los participantes en cada etapa del proceso retienen una exposición suficiente al riesgo general; e iniciativas orientadas a perfeccionar las valoraciones de las agencias de calificación. Por su parte, los poderes públicos intentan incorporar al diseño y aplicación de normas prudenciales lo aprendido sobre los riesgos inherentes a las estructuras de titulización más complejas, así como subsanar las deficiencias que ha revelado el nexo de unión entre la liquidez de mercado y de financiación y el riesgo general en las instituciones financieras.

Si algo nos ha enseñado la reciente convulsión financiera es la gran interdependencia de mercados e instituciones para el buen funcionamiento y la necesaria resistencia del sistema financiero. El modelo de intermediación financiera de originar y distribuir riesgos se basa en la premisa de que el riesgo acaba trasladándose a los inversionistas a través de las operaciones del mercado. Sin embargo, el periodo analizado demuestra que la estabilidad de todas esas transacciones se basa en última instancia en el capital de las instituciones financieras. Como se señaló anteriormente, los originadores y gestores de activos titulizados se vieron presionados para respaldar las estructuras de titulización y vehículos de inversión a los que se asociaban. La incertidumbre sobre la capacidad de las instituciones para soportar las pérdidas procedentes de los riesgos asumidos en esos instrumentos provocó la desconfianza generalizada en los activos titulizados hasta el punto de paralizar la actividad, no sólo en el mercado secundario de emisiones maduras, sino también en el mercado primario para nuevas emisiones. Por último, conforme desaparecía la liquidez del mercado monetario, la financiación de vehículos instrumentales situados fuera de balance pasó a depender por completo de la capacidad de las instituciones financieras patrocinadoras para cumplir sus compromisos de garantía de la liquidez.

Desde la óptica oficial, esta interdependencia entre las instituciones financieras y los mercados sugiere la conveniencia de reforzar los componentes macroprudenciales en el diseño de las políticas y en el calibrado de sus instrumentos. Las deficiencias del modelo basado en originar y distribuir riesgos obedecen básicamente a la incapacidad de los distintos participantes en el mercado para adoptar una visión holística de los riesgos, al centrarse

en exceso en sus estrechas perspectivas particulares y obviar así los factores de riesgo generales del sistema y sus interdependencias. Igualmente, unas políticas públicas demasiado centradas en aspectos concretos podrían revelarse incapaces para articular medidas preventivas conforme se acentúe el riesgo de que se produzcan interacciones perturbadoras. Al mismo tiempo, la gestión del actual periodo de tensión ya ha demostrado que, en aras de la eficacia, la respuesta de las autoridades incluiría su intervención para reducir las tensiones en los mercados, ayudando al mismo tiempo a las instituciones a afrontar sus dificultades.

VIII. Conclusión: la difícil tarea de reparar los daños

La convulsión que se vive actualmente en los principales centros financieros no tiene precedentes en el periodo de posguerra. El significativo riesgo de recesión en Estados Unidos, unido al intenso repunte de la inflación en numerosos países, aumenta el temor —en absoluto infundado— a que la economía mundial pueda encontrarse en una especie de momento crítico. El explosivo cóctel que han supuesto durante años la innovación en el mercado financiero, la permisividad en la gobernanza tanto interna como externa, y la relajación de las condiciones monetarias mundiales nos ha puesto en un aprieto. Sin embargo, en vez de aprovechar la ocasión para buscar culpables, se impone reaccionar con pericia.

De cara al futuro, es fundamental centrarse en estos tres elementos y en su interacción, y no sólo en las recientes innovaciones financieras que tanta atención han despertado hasta ahora, pues tal estrechez de miras conlleva dos peligros. En primer lugar, apunta a políticas correctivas de alcance limitado que podrían resultar inadecuadas para gestionar una crisis tan enraizada en la economía real y en el sector financiero. En concreto, debemos afrontar directamente el problema de los préstamos incobrables y la elevada carga de la deuda, que ha ido creciendo durante años en algunas de las principales economías. Para ello, habrá que resistir la tentación de intentar esconder estos problemas con una mayor expansión del crédito y de la inflación. En segundo lugar, si al adoptar medidas para evitar que se repitan problemas similares en el futuro las autoridades se centran en las deficiencias de las recientes innovaciones financieras, se verán tentadas a solucionar los síntomas del problema, y no sus causas subyacentes. Sin negar la importancia de identificar «qué es distinto» en los problemas actuales, también hay que reconocer «qué sigue igual».

Es innegable que los últimos acontecimientos en los mercados financieros, en concreto la inadecuada implementación del modelo de negocio basado en originar y distribuir riesgos, han tenido efectos secundarios desastrosos. Así, se han concedido préstamos de pésima calidad que se han vendido después a inversionistas crédulos o avaros, recurriendo a menudo estos últimos a modalidades de financiación apalancada y a corto plazo para aumentar aún más sus beneficios. Si esto ya es de por sí una peligrosa fuente de vulnerabilidad, la opacidad del proceso hace además que no siempre esté claro quién soporta exactamente el riesgo. La pregunta entonces es cómo pueden repararse los daños cuando no se sabe siquiera dónde se localizan.

Estas innovaciones financieras han puesto de relieve lo que parece ser un rasgo inherente a los sistemas financieros liberalizados: su comportamiento procíclico. Así, a medida que la expansión crediticia estimula el crecimiento

económico cíclico, aumentan los precios de los activos y el optimismo, al tiempo que se reduce la percepción del riesgo. Esto, a su vez, favorece la expansión del crédito, sobre todo porque el mayor valor de las garantías permite un mayor endeudamiento, lo que da lugar a patrones de gasto que, a la larga, podrían resultar insostenibles. Lo que en un principio parece una «exuberancia racional» podría acabar por volverse «irracional», allanando así el terreno para un posible colapso.

Tampoco pueden negarse las deficiencias tanto en el gobierno interno de las instituciones financieras como en su vigilancia externa, algo que ya ocurrió en numerosas ocasiones en el pasado. Distintas entidades han sufrido enormes pérdidas y las recapitalizaciones forzosas reducirán la rentabilidad futura de los accionistas actuales, por lo que no es de extrañar la indignación de éstos ante el comportamiento de los directivos y consejos de supervisión de algunas empresas. Asimismo, ante la acumulación de síntomas que apuntan a que el sistema financiero en su conjunto ha dejado de funcionar correctamente, las autoridades encargadas de la vigilancia prudencial deben preguntarse dónde ha estado el fallo. Por ejemplo, ¿cómo es posible que haya emergido un sistema bancario hasta ahora oculto sin provocar ninguna reacción oficial de inquietud? Pudiera ser que, al igual que con los procesos de gobierno interno, simplemente nadie sintió la necesidad imperiosa de hacer preguntas delicadas sobre las fuentes de beneficios mientras las cosas fueron bien. Consuela pensar que los elementos de Basilea I que favorecieron estos excesos, en concreto la ausencia efectiva de requerimientos de capital para entidades fuera de balance relacionadas con los bancos, no tienen cabida en Basilea II. Por lo tanto, cuanto antes se adopte el nuevo marco en su totalidad, mejor.

Por último, también es incuestionable la influencia de un factor aún más tradicional. Las tasas de interés reales se han situado durante gran parte de esta década en niveles inusualmente bajos, no sólo en algunas economías avanzadas industriales, sino en todas en general. Ante la estabilidad y contención inicial de la inflación, las tasas de interés oficiales, las tasas a largo plazo y las primas por riesgo no crecieron al ritmo que imponían los niveles récord de crecimiento mundial. La expansión de los agregados monetarios y crediticios fue a más, mientras las reservas de divisas crecían a ritmos inusitados al intervenir masivamente las economías de mercado emergentes para evitar la apreciación de sus monedas. Además, al igual que en el caso de las bajas tasas de interés, la tendencia a la aceleración del crecimiento monetario y crediticio fue un fenómeno generalizado en casi todas las principales regiones.

Esta prolongada relajación de las condiciones monetarias y crediticias podría explicarse en parte porque los bancos centrales aún no han ajustado del todo sus políticas nacionales a unas influencias mundiales cada vez más importantes. Durante años, la inflación mundial se mantuvo en niveles reducidos gracias a numerosas alteraciones positivas y simultáneas de oferta inducidas por la desregulación y el progreso tecnológico, aunque tal vez incluso más por la incorporación de importantes economías emergentes al comercio mundial. Sin embargo, en vez de permitir que la inflación se redujera

transitoriamente, tal y como se hizo en anteriores episodios de perturbaciones negativas de oferta, las autoridades interpretaron esta quiescencia de la inflación en el sentido de que no había motivos para elevar las tasas de interés ante una aceleración del crecimiento, ni impedimentos para reducirlas cuando éste flaqueara. Sin duda, no sería descabellado afirmar que estas reducidas tasas de interés podrían haber alentado involuntariamente un endeudamiento imprudente, así como el resurgir posterior de la inflación. Tampoco sería lógico sostener que los precios de los alimentos y la energía pueden ignorarse al orquestar las políticas nacionales, con el pretexto de regirse por factores externos. Para el conjunto de las economías, estos factores no constituyen alteraciones externas de la oferta, sino que más bien parecen haberse originado por el lado de la demanda. Lo que estos ejemplos ilustran es que los marcos nacionales en vigor para la definición de políticas deben adaptarse mejor a las realidades de la globalización.

Ante la diversidad de factores que influyen tanto en las actuales dificultades económicas y financieras, como en su interacción y persistencia, no es de esperar una vuelta rápida y espontánea a la normalidad, ni tampoco soluciones rápidas ni sencillas a través de las políticas. La probabilidad de que la reparación de daños tras los excesos cometidos sea complicada corrobora la necesidad de aplicar políticas para prevenir en primer término estos excesos a los que conduce el crédito. Aunque la introducción de un nuevo marco para la toma de decisiones no está exenta de dificultades, los enormes costos económicos que conllevaron en el pasado crisis de este tipo justifican a todas luces una seria consideración de las posibilidades de cambio.

La magnitud de los riesgos para las perspectivas económicas

En esta coyuntura, si bien la mayoría de expertos prevé cierta desaceleración económica a escala mundial, existe una sorprendente incertidumbre sobre cuál podría ser su magnitud. Considérese, por ejemplo, la amplia dispersión de las opiniones recogidas en las previsiones de consenso, o el inusitado desacuerdo entre las previsiones de algunas autoridades nacionales y las del FMI. Las divergencias de orientación de la política monetaria en las principales regiones, por más que obedezcan a múltiples influencias, también atestiguan diferentes valoraciones sobre la severidad de los efectos que podría tener la actual convulsión financiera para las economías nacionales. Similar incertidumbre rodea a las perspectivas de inflación, según van conociéndose datos que sugieren que es más probable un nuevo repunte de la misma que su repentina caída. Por tanto, hay quienes trazan paralelismos entre la situación actual y la de comienzos de los años 70, cuando se dispararon las presiones inflacionistas, o bien con la de principios de los 90, cuando los sistemas bancarios y la economía en general se resintieron del exceso de deuda privada. Al final, puede que todos ellos estén en lo cierto.

Una mirada retrospectiva permite descubrir pistas que ayudan a entender el alto grado de incertidumbre que existe hoy en día. Para empezar, la forma en que se ha llegado a esta situación ya es de por sí bastante inusual. Por el lado de la economía real, ya se ha mencionado el impacto de la globalización

en los últimos años, pero no hay que olvidar la importancia sin precedentes que adquirieron el gasto y el endeudamiento de los hogares en numerosos países durante la fase expansiva del presente ciclo. Por el lado financiero, numerosos mercados han registrado un crecimiento récord de los volúmenes, con una miríada de nuevos instrumentos y participantes. Finalmente, por lo que se refiere a las políticas, también fue inédito el sostenido estímulo fiscal y monetario que necesitó la economía para recuperarse tras la desaceleración de 2001. Considerando todos estos factores, así como la continua convulsión en los mercados financieros, es sencillamente inverosímil que los modelos tradicionales de previsión económica puedan seguir funcionando, si es que alguna vez lo hicieron.

Una mirada prospectiva revela una gran incertidumbre sobre el daño que puedan causar al crecimiento una serie de interacciones que se constatan no sólo en el seno del sector financiero y de la economía real, sino también entre ambos, así como el posible contagio entre regiones. A estas vulnerabilidades hay que añadir los efectos inhibidores que tiene el aumento de la inflación sobre la economía real, así como las alteraciones que pudieran provocar los desequilibrios del comercio internacional. Detrás de muchos de estos procesos acecha el espectro del desapalancamiento, tras años de acumulación de deudas, y el problema de la falacia de la composición, es decir, la posibilidad de que los diferentes agentes económicos, al intentar solucionar sus problemas según su lógica particular, no hagan sino agravar los problemas de los demás. Estos procesos pueden ser altamente no lineales, pudiendo conducir a un crecimiento mundial muy inferior al comúnmente esperado y, al menos durante algún tiempo, también a un nivel de inflación más elevado.

Dentro del sector financiero, la interacción más relevante se produce entre las instituciones y los mercados. Los bancos de los principales centros financieros están teniendo dificultades para estimar sus propias necesidades futuras de capital y liquidez, debido a la acumulación de pérdidas y al aumento involuntario de sus balances. En consecuencia, ya han comenzado a recortar el crédito que conceden al sector financiero y a endurecer los requisitos de aportación de garantías, algo que podría intensificarse con el tiempo. A su vez, los prestatarios que no consigan satisfacer estas condiciones crediticias más onerosas podrían verse obligados a vender activos en mercados que continúan siendo ilíquidos, pese a los extraordinarios esfuerzos de los bancos centrales para resolver el problema. Estas «ventas forzadas» podrían impactar sustancialmente sobre los precios y el capital de las instituciones financieras, pudiendo deteriorar aún más la liquidez del mercado si las entidades que hasta ahora habían sido creadoras de mercado se vieran impelidas a reducir aún más su actividad ante la dificultad para obtener financiación.

En cuanto a la economía real, la principal preocupación es que los hogares asfixiados por las deudas, y en ocasiones también por la pérdida de valor de su vivienda, intenten elevar sus tasas de ahorro situadas en mínimos seculares reduciendo drásticamente su gasto en consumo. Este comportamiento podría verse estimulado por el hecho de que, en Estados Unidos y otras economías industriales avanzadas, el número de viviendas, automóviles y otros productos duraderos ya parezca bastante elevado. Dado que no es

posible que todo el mundo ahorre al mismo tiempo, ya que el gasto de unos es el ingreso de otros, el resultado sería un descenso en la actividad económica y el empleo, no sólo en los países avanzados, sino también en aquéllos que dependen de sus exportaciones hacia éstos. Tampoco es probable que un aumento de la inversión en Estados Unidos lograse cerrar esta brecha, pues en tales circunstancias las empresas podrían considerar poco factible una pronta recuperación de la demanda de sus productos y optarían por contener el gasto y reducir costos. Sin duda, la correspondiente depreciación efectiva del dólar crearía puestos de trabajo en Estados Unidos y reduciría el déficit comercial del país, pero esto no haría sino perjudicar aún más a los exportadores de otros países.

Las interacciones entre el sector financiero y la economía real también podrían ser inquietantes. En estos momentos, preocupa sobre todo que se impongan condiciones crediticias aún más restrictivas a los prestatarios no financieros. Mientras que el sector empresarial mundial apenas está sufriendo problemas de liquidez, no puede decirse lo mismo de muchas grandes empresas que últimamente han sido objeto de adquisiciones apalancadas. Además, en numerosos países, la posición financiera del sector hogares no es buena. El simple hecho de ya no poder obtener financiación a partir del valor neto de la vivienda en propiedad ha repercutido significativamente en el gasto, al menos en Estados Unidos. Sin embargo, un nuevo endurecimiento de las condiciones crediticias podría exacerbar esta tendencia, provocando más desempleo y quiebras, lo que de nuevo repercutiría negativamente en el sistema financiero.

Ante la posibilidad de tal empeoramiento de la coyuntura económica y financiera, no sorprendería un menoscabo adicional de las valoraciones de los activos, siendo el precio de la vivienda un factor aún preocupante en muchos países. En Estados Unidos, el parque de viviendas en venta continúa siendo muy elevado y podría crecer todavía más si los propietarios decidieran renunciar a su vivienda cuando su valor cayera por debajo del importe de su hipoteca. Esto representaría un nuevo quebranto para los prestamistas, además de deprimir aún más el precio de la vivienda en Estados Unidos y el de todos los instrumentos financieros respaldados por estas hipotecas. En varios países, el precio de los inmuebles comerciales también está empezando a resentirse, algo que tradicionalmente se ha asociado con problemas para los prestatarios. Sin lugar a dudas, estas interacciones entre la economía real y el sistema financiero pueden llegar a ser complejas y peligrosas.

La globalización, por su parte, favorece el contagio entre regiones. En la tesis actual, es obvio que la economía estadounidense está atravesando por serias dificultades y es la principal candidata a salir perjudicada por las interacciones antes descritas. Además, también se sospecha de la vulnerabilidad —tal vez en menor medida— de otros países con reducidas tasas de ahorro familiar. Pese a todo, sigue confiándose en que la desaceleración se extienda a otros países sólo de forma muy atenuada. En Europa, mientras que los países del centro dan muestras de fundamentos económicos firmes, no puede decirse lo mismo de la periferia. Así, ya se han detectado problemas en el sector de la construcción en España e Irlanda, al tiempo que algunos países de

Europa oriental han venido registrando elevados déficits por cuenta corriente. En este último caso, su dependencia de bancos de Europa occidental representa otra importante vulnerabilidad en caso de que las circunstancias obligasen a dichos bancos a replegarse. En Japón, los fuertes lazos comerciales que aún mantiene con Estados Unidos le exponen a cierto riesgo, pero en los últimos años parece haber evitado la acumulación de deuda en el sector privado que ahora amenaza a muchos otros países.

No está claro hasta qué punto las economías de mercado emergentes conseguirán «desligarse» de los reveses que están sufriendo los países industriales avanzados. Por una parte, su demanda interna parece estar creciendo y sus exportaciones se dirigen cada vez más hacia otros mercados emergentes. Por la otra, destaca que gran parte de su inversión local, así como sus exportaciones de bienes intermedios para su procesamiento en otras economías emergentes, sigan dependiendo en última instancia del gasto en los países industriales avanzados. Asimismo, no serían de extrañar las influencias de los mercados financieros y los efectos asociados al clima general de confianza en un entorno cada vez más «globalizado». Todo ello hace sospechar que los vínculos y vulnerabilidades observados en fases contractivas de ciclos anteriores no hayan desaparecido en absoluto.

La creciente inflación mundial supone otra seria y contradictoria fuente de preocupación. La pregunta ahora es hasta dónde podría llegar la inflación y por cuánto tiempo. El precio de las materias primas ha estado en el epicentro de la reciente aceleración mundial, en parte porque ni la demanda ni la oferta han sabido reaccionar con rapidez a las oscilaciones de precios. Sin embargo, cada vez se aprecia más la presión subyacente de la fuerte demanda mundial sobre la capacidad de oferta a corto plazo en una gama de mercados mucho mayor. Además, mientras que la quiescencia de los salarios y las expectativas de inflación hasta el momento tranquiliza a algunos, otros ven una clara posibilidad de que ambas variables crezcan significativamente. El repunte de precios ya ha recortado los salarios reales de los consumidores en casi todo el mundo, incluso hasta el punto de provocar disturbios sociales y políticos en algunas economías de mercado emergentes. Esto, a su vez, ha llevado a numerosos gobiernos a recurrir a medidas administrativas para contener los precios y restringir las exportaciones, lo que implica que las fuerzas inflacionistas subyacentes son en realidad mayores de lo que parece. Evidentemente, una desaceleración económica a escala mundial contribuiría a reducir las presiones inflacionistas en general. Ahora bien, dada la inercia del proceso de inflación, aún podría producirse un periodo demasiado largo de inflación elevada, unida a un crecimiento más lento. Esto último, por su parte, también abonaría el terreno para eventuales presiones proteccionistas más generalizadas y peligrosas.

Al margen de estos riesgos globales para las perspectivas de inflación, las proyecciones tanto de crecimiento como de inflación en las distintas regiones también se verán afectadas por la evolución de los tipos de cambio. En este sentido, preocupa lo que pueda ocurrir en los propios mercados. Teniendo en cuenta que el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es todavía amplio y que sus niveles de deuda externa siguen creciendo, puede afirmarse que el

valor efectivo del dólar ha resistido hasta la fecha extraordinariamente bien. Sin embargo, esto no tiene por qué ser una guía fiable de cara al futuro. Los inversionistas extranjeros en activos denominados en dólares estadounidenses han soportado grandes pérdidas en dicha moneda, aún mayores en términos de su moneda local. Aunque el cierre precipitado de estas inversiones sea poco probable, incluso muy improbable en el caso de inversionistas del sector público, tampoco puede descartarse por completo.

Por último, independientemente de la dirección que tomen los tipos de cambio, su evolución conllevará significativos costos para unos y beneficios para otros. Los países cuyas monedas se están depreciando, por ejemplo Estados Unidos, deberían ver estimulado su crecimiento gracias a los efectos de sustitución del comercio. A Estados Unidos le favorecerían además los efectos de valoración, dado que la mayoría de su deuda se denomina en dólares mientras que sus activos lo están en divisas que se aprecian. En cambio, es posible que los países con monedas al alza vean peligrar su crecimiento por ambos efectos.

Si se analiza el impacto de la oscilación del tipo de cambio sobre la inflación, no sólo resulta más complejo calcular sus efectos positivos y negativos, sino también más preocupante para algunos países. Por ejemplo, si el dólar y la libra esterlina siguieran depreciándose en términos efectivos, podrían producirse mayores presiones inflacionistas en Estados Unidos y el Reino Unido. Aunque la «transmisión» de las oscilaciones cambiarias en estos países ha sido relativamente débil en los últimos años, ha solidado asociarse a un estrechamiento de los márgenes en los países exportadores y a esfuerzos renovados por sostenerlos aumentando la productividad por encima de los incrementos salariales. Ambos procesos, sin embargo, se vuelven cada vez más costosos y con el tiempo hacen más probable un brote de inflación. En cambio, en la mayoría de los países cuyas monedas podrían apreciarse, especialmente en Asia y Europa occidental, la inflación supera los niveles deseables, por lo que se agradecería el efecto desinflacionario de una apreciación frente al dólar.

En relación con esto último, Japón sigue distanciándose del resto de forma significativa y preocupante. Con el valor efectivo del yen cercano a su mínimo de los últimos 30 años, un amplio superávit por cuenta corriente e ingentes reservas de divisas, la moneda japonesa podría tender a apreciarse. En tal caso, considerando su lúgido comercio y su crecimiento cada vez más lento, no puede descartarse en absoluto el retorno de Japón a la deflación. Si bien la economía japonesa parece hoy menos expuesta que otras muchas a las perjudiciales interacciones antes mencionadas, su margen de maniobra en el frente de las políticas es casi nulo. El país soporta una enorme deuda pública y las tasas de interés oficiales están prácticamente en cero. De hecho, éste es el persistente legado que ha dejado el prolongado recurso de Japón de manera casi exclusiva a instrumentos macroeconómicos para hacer frente al estallido de la burbuja de precios de los activos a comienzos de los años 90.

Este continuo riesgo a la baja, unido a una década o más de crecimiento inferior al potencial, ofrece dos conclusiones en materia de políticas que en la

actualidad también podrían ser relevantes para otros países. En primer lugar, si las autoridades japonesas hubieran luchado contra esta burbuja con mayor prontitud y resolución, podrían haber evitado lo peor de los excesos de este «boom». En segundo lugar, su incapacidad para reestructurar la deuda de los sectores empresarial y financiero de forma oportuna y ordenada hizo que los costos de la contracción posterior fueran mucho mayores de lo necesario.

Cómo hacer frente a riesgos contrapuestos

La causa fundamental de los problemas que ahora están surgiendo fue la concesión excesiva e imprudente de crédito durante mucho tiempo. Aunque este fenómeno siempre amenazó con tener dos desenlaces negativos, nunca estuvo claro cuál de los dos ocurriría primero. Una posibilidad era un aumento de la inflación según se acercara la economía mundial a su potencial productivo a corto plazo, y la otra era una acumulación de desequilibrios económicos y financieros relacionados con el endeudamiento que acabarían siendo insostenibles y provocando una significativa desaceleración económica. Al final, la economía mundial parece estar experimentando ambos fenómenos a la vez, aunque en grados muy diversos según el país.

Esto plantea importantes complicaciones a las autoridades económicas. Por una parte, no contrarrestar con fuerza las presiones inflacionistas casi omnipresentes puede provocar un alza en las expectativas de inflación que podría costar mucho reconducir; por la otra, no contrarrestar con igual vigor las interacciones antes descritas puede generar una tendencia recesiva en la economía que podría descontrolarse fácilmente. Ahora bien, estas amenazas también difieren en su inmediatez, por cuanto la inflación está de hecho creciendo, mientras que la significativa desaceleración del crecimiento continúa siendo tan sólo una posibilidad en muchos lugares. En general, esto debería implicar un sesgo generalizado de las políticas hacia una orientación mucho menos acomodaticia.

Una vez aceptado dicho sesgo, la existencia de riesgos contrapuestos impide que pueda recomendarse como «solución mágica» la política monetaria o fiscal de ningún país en concreto, sino que cada banco central debe valorar minuciosamente una serie de aspectos cuya importancia relativa varía según el país. El primer lugar en importancia lo ocupa la fuerza de las presiones inflacionistas actuales y el riesgo de que se disparen las expectativas de inflación. En segundo lugar, los bancos centrales deben valorar la probabilidad de que más adelante se produzcan otras alteraciones sobre la inflación. En este sentido, cabría destacar consideraciones relativas a los precios de las materias primas, los tipos de cambio y los términos de intercambio. En tercer lugar, han de analizar en qué medida las perspectivas podrían verse afectadas por oscilaciones potencialmente amplias de los precios de los activos y de la riqueza percibida, especialmente en un entorno de elevado endeudamiento. Y por último, deben examinar la solvencia del sistema financiero y la probabilidad de que se produzca una contracción del crédito.

Ante la dificultad de tener que pronunciarse sobre todas estas cuestiones, cabría esperar que la senda de las tasas de interés difiera entre países. El

riesgo de una mayor inflación, que es una clara amenaza en todo el mundo, ya se ha hecho realidad en la mayoría de economías de mercado emergentes, donde los alimentos pesan más en la cesta de consumo, el historial de estabilidad de precios es en algunos casos más reciente y el crecimiento parece verse menos amenazado por los excesos de los balances y el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito, comparado con algunos de los principales países industriales avanzados. Por supuesto, un mayor endurecimiento relativo de la política monetaria en las economías de mercado emergentes implicaría una mayor disposición a permitir la consiguiente apreciación de sus monedas. Esto último es, en todo caso, muy recomendable tanto para luchar contra la inflación como para reducir los desequilibrios comerciales internacionales. Dado que, entre las economías industriales avanzadas, este tipo de consideraciones parecen justificar políticas más restrictivas en Europa continental (en comparación con Estados Unidos, donde la amenaza de una recesión parece mayor), la apreciación de las monedas de las economías emergentes también ayudaría a aliviar la presión alcista sobre el euro.

Claro está, las políticas deben instrumentarse en principio no sólo con vistas a resolver los problemas actuales, sino también los venideros. De nuevo, en este ámbito se presentan conflictos que dan pie a una mayor divergencia entre las políticas. Por un lado, no puede descartarse que, tras un periodo transitorio de elevada inflación, la corrección de la burbuja de crédito pueda desembocar en una deflación que sería difícil de manejar, tanto más dados los elevados niveles de deuda en términos nominales. Estas consideraciones han llevado a algunos, sobre todo en Estados Unidos, a abogar por una relajación monetaria especialmente vigorosa como un «seguro» para protegerse frente a esa eventualidad que, aun siendo poco probable, podría tener consecuencias muy costosas.

Otros sin embargo, especialmente en Europa continental, han expresado otro tipo de inquietudes de cara al futuro. Además de la preocupación a corto plazo por un repunte de la inflación, muchos sospechan que una considerable relajación de la política monetaria no haría sino estimular otra burbuja del crédito y del precio de los activos (lo que tal vez explicaría en parte la presente situación de los mercados de materias primas) y que los actuales desequilibrios comerciales y en el gasto sin duda tenderían a exacerbarse. Los defensores de esta teoría citarían la experiencia histórica de burbujas financieras en serie, especialmente en Estados Unidos, y la aparente necesidad de aplicar políticas monetarias más contundentes para reaccionar ante sucesivas desaceleraciones. Otra inquietud, muy relacionada con la anterior, es que la relajación monetaria podría llegar a dejar de estimular el crecimiento real, generando sólo inflación. De hecho, esta posibilidad ya la adelantaron numerosos teóricos de preguerra. El mayor peligro de ignorar esta posible limitación de la relajación monetaria es que las autoridades podrían tardar demasiado en recurrir a otras medidas que podrían resultar más eficaces a la hora de mitigar una desaceleración económica acumulativa.

Tal vez la alternativa más obvia a la política monetaria sea un estímulo fiscal. En la mayoría de los países industriales avanzados, las desaceleraciones

económicas activan ciertos estabilizadores automáticos, algo que no ocurre tanto en las economías de mercado emergentes. Además, también parece constatarse una aplicación más resuelta de políticas fiscales discretionales ante el riesgo de una seria desaceleración. De hecho, ya se observó algo similar en Estados Unidos cuando el temor a un fuerte frenazo económico sirvió para justificar a comienzos de 2008 un paquete de estímulo fiscal que se definió como «oportuno, preciso y provisional».

No obstante, también hay que admitir ciertas desventajas. Por ejemplo, un estímulo fiscal preventivo puede provocar, al igual que la relajación monetaria, un repunte de las expectativas de inflación si no existe un exceso de capacidad productiva. Otro inconveniente es que los niveles de deuda pública explícitos e implícitos son ya tan elevados en muchas economías que se duda de que los gobiernos vayan a cumplir íntegramente sus compromisos no contractuales, por lo que un nuevo estímulo fiscal podría elevar las primas de riesgo, provocando una nueva subida de las tasas de interés. Además, en países con elevados niveles de déficit o deuda externos, también podría verse muy afectado el tipo de cambio. Asimismo, el margen de maniobra fiscal se reduciría sin duda aún más por el temor a tener que utilizar al final el dinero de los contribuyentes para ayudar a resolver los problemas provocados por el exceso de endeudamiento del sector financiero o de los hogares.

En Estados Unidos se observa una acumulación de deuda a la que no puede hacerse frente en los términos inicialmente pactados (verbigracia, las hipotecas *subprime*), algo que podría acabar ocurriendo también en otros países. En tales circunstancias, los acreedores y los deudores deberían en principio reestructurar la deuda de manera ordenada con el fin de mantener el valor residual de sus propios intereses, limitando al mismo tiempo el riesgo moral de cara al futuro. Sin embargo, uno de los motivos por el que los gobiernos pueden tener que intervenir en este proceso es que los procedimientos actuales de disolución y liquidación en el sector privado, así como su infraestructura auxiliar, pueden resultar incapaces de asegurar soluciones rápidas y eficaces en la escala necesaria. Otro impedimento para las soluciones del sector privado lo constituyen los nuevos instrumentos financieros y agentes de mercado, ya que no se sabe con certeza quién soporta las pérdidas, cómo deberían valorarse actualmente o hasta dónde podrían aumentar en vista del continuo descenso de los precios de los activos subyacentes. Asimismo, tampoco suele estar claro quién tiene potestad para iniciar el embargo del valor que se supone que queda.

Otra complicación es que, en claro contraste con las recurrentes crisis de la deuda soberana, ahora existen millones de prestatarios en dificultades, en especial hogares estadounidenses, así como una miríada de prestamistas. Otro problema, igualmente preocupante visto el amplio uso de los instrumentos para transferir el riesgo de crédito, es que los inversionistas ya no tienen como objetivo último minimizar las pérdidas evitando quiebras. En resumen, no va a ser nada sencillo aplicar soluciones ordenadas a través del sector privado y tal vez lo mejor que podrían hacer los gobiernos sería encontrar remedios rápidos para la situación actual.

Si considerasen necesario actuar directamente para aliviar la carga de la deuda, los gobiernos deben comprender primero que, si los activos están sobrevalorados de forma irreal, su precio tendrá que acabar bajando; si las tasas de ahorro son demasiado bajas, deberán aumentar; y si las deudas no pueden devolverse, deberán darse de baja. Tratar de negar esto con ardides y paliativos no hará sino empeorar las cosas. Así pues, valdría la pena sentar una serie de principios a partir de lo aprendido en crisis anteriores como las de Japón, Suecia y otros países, reconociendo al mismo tiempo que llevarlos a la práctica conlleva sus propias dificultades.

En primer lugar, la actuación del Gobierno debe ser en principio rápida y contundente, con un objetivo claro: eliminar cualquier incertidumbre sobre pérdidas futuras en el sector privado. Así ocurrió durante la crisis bancaria de Suecia a comienzos de los años 90, mientras que en Japón el Gobierno tardó demasiado en actuar con decisión. No obstante, en la práctica siempre se necesita algún tiempo para determinar la gravedad del problema y decidir qué hacer al respecto. Segundo, en principio las pérdidas deben recaer sobre todo en quienes incurrieron en ellas: primero, los prestatarios, y después, sus imprudentes prestamistas. En la práctica, de nuevo, deberían considerarse también las posibles implicaciones que tendría una oleada de quiebras entre los hogares (incluidos los litigios resultantes). En tercer lugar, si el sector público decidiese repartir las pérdidas, debería hacerlo de forma explícita y transparente, sin transferir las pérdidas potenciales a los balances de los bancos centrales. Una vez más, la práctica indica lo contrario, como ocurrió en Japón a principios de la pasada década cuando las deficiencias legislativas en materia de fondos de garantía de depósitos casi no dejaron otra alternativa al banco central que proporcionar ayuda de emergencia a las instituciones insolventes. Y por último, el riesgo moral que conlleva el uso de fondos públicos debería compensarse introduciendo medidas prospectivas para prevenir la aparición de problemas similares en el futuro. Las complicaciones prácticas que esto plantea se analizan en el siguiente apartado.

La mayoría de las propuestas más concretas de intervención pública se han centrado en reducir la probabilidad de que se produzca una contracción del crédito en toda regla en los mercados financieros mundiales. Se intenta buscar soluciones para mitigar la interacción entre la solvencia de prestatarios (en gran parte hogares) y prestamistas, que podría ser muy intensa. De hecho, ya se han tomado medidas en Estados Unidos para que las agencias públicas y semipúblicas apuntalen los mercados hipotecarios, beneficiando con ello indirectamente al precio de la vivienda, a los propietarios y a los prestamistas. En algunos países se ha pedido la intervención del Estado mediante compras directas que contengan la caída de los precios de una serie de instrumentos financieros. Por supuesto, esta medida chocaría de frente con la necesidad de dejar que el mercado encuentre su propio equilibrio para poder funcionar de nuevo con normalidad, al tiempo que expondría al Gobierno a pérdidas futuras si los precios cayesen a pesar de todo. Otra solución avanzada no concierne a los activos de los hogares, sino a su pasivo, sugiriendo una especie de reducción indiscriminada a partir de ciertos principios determinados por los poderes públicos. Las desventajas de esta propuesta son obvias: el coste

potencial directo para el Estado, su consiguiente riesgo moral y la indignación política al forzar a prestatarios y contribuyentes «prudentes» a subvencionar a los «imprudentes».

La pregunta entonces es cómo podrían ayudar los gobiernos a reducir la incertidumbre sobre la solvencia de los bancos y, con ello, la amenaza de un estrangulamiento del crédito. Sin duda, el primer paso sería fomentar la autosuficiencia, por ejemplo recortando dividendos y bonificaciones a fin de aumentar los colchones de capital. El sector privado debería buscar además nuevas inyecciones de capital, ya sea mediante la emisión de derechos de suscripción o el recurso a inversionistas externos. A ello contribuiría sin duda una mayor transparencia sobre las necesidades de capital, teniendo en cuenta futuras pérdidas y el posible crecimiento involuntario de los balances. El problema, no obstante, es que muchos productos estructurados son difíciles de valorar, al no existir un mercado *de facto* para ellos, y su valoración mediante modelos presenta numerosos inconvenientes. Con todo, reconociendo todas estas deficiencias, merece la pena considerar la posibilidad de que los bancos adopten un «estándar» común para sus valoraciones.

Por supuesto, esta evaluación también podría revelar que las pérdidas son en realidad mayores de lo que se creía, algo para lo que las autoridades deberían prepararse de antemano. En este sentido, si los reguladores concluyesen que el «valor razonable» estimado de las pérdidas es muy superior al de aquéllas que probablemente acabarán materializándose, podrían responder con cierta permisividad durante algún tiempo. En cambio, si no pudieran hacerlo —como parece probable—, serían los gobiernos los que deberían intervenir directamente con sujeción a los principios antes mencionados, con medidas como fusiones, adquisiciones, la creación de sociedades de rescate («bancos malos») a las que imputar los activos perjudicados, recapitalizaciones con fondos públicos o incluso nacionalizaciones, según dictasen las circunstancias.

Cuando parezca imperativa la intervención directa del sector público, su actuación podría verse impedida en la práctica por el marco jurídico nacional o por la posibilidad de que también tengan que participar autoridades extranjeras. En tales circunstancias, podría descubrirse enseguida que no se han tomado suficientes medidas para prepararse ante la eventualidad de algún tipo de crisis financiera. Si pese a ello las autoridades deciden actuar, al menos al hacerlo se darán cuenta de lo que tendrían que haber hecho y no hicieron.

Mejorar la prevención y la gestión de crisis

Para ser sinceros, se han producido crisis financieras con costos económicos significativos desde tiempo inmemorial y sería ingenuo pensar que algún día pudieran ser erradicadas. No obstante, pueden tomarse medidas preventivas para mitigar primero los excesos en la fase expansiva del ciclo crediticio y reducir después sus costos en la fase contractiva mediante una mejor gestión de crisis. Según se van haciendo palpables los costos del actual giro en el ciclo del crédito, debería existir la correspondiente voluntad política para proceder con dichas mejoras. De ese modo se ayudará también a reducir el riesgo moral

que podría provocar la actuación directa del Estado, tanto real como potencial, en respuesta a las dificultades presentes.

Como se mencionó en el capítulo de Introducción, las raíces de la actual convulsión guardan a la vez diferencias y semejanzas con las de episodios anteriores. Algunos estudios ya han identificado «qué es distinto» en los mercados financieros actuales y han lanzado no pocas sugerencias razonables para reducir los peligros que presentan esos factores innovadores. Al mismo tiempo, y también de forma razonable, sus sugerencias intentan salvar en la medida de lo posible los beneficios que aportan estas innovaciones. Por último, pero no menos importante, han de encontrarse formas de hacer realidad los beneficios que en teoría ofrecen los modelos basados en originar y distribuir el riesgo.

En cambio, se ha prestado menos atención a las posibles soluciones para «aquel que sigue igual» en las actuales circunstancias, a saber, el inherente comportamiento procíclico del sistema financiero y el excesivo crecimiento del crédito. Este desinterés sorprende por dos motivos. En primer lugar, porque reconocer el exceso de crecimiento crediticio como el problema subyacente ayuda a entender no sólo las turbulencias financieras actuales, sino también los desequilibrios en la economía real y el aumento de la inflación, lo que hace honor al principio de parsimonia. En segundo lugar, la propensión de la rápida expansión crediticia a generar efectos secundarios adversos podría de hecho estar aumentando. Las tendencias hacia la globalización y la consolidación, junto con la titulización, no sólo hacen más probable que se cometan excesos en las fases expansivas, sino también que se incurra en mayores costos en las contractivas.

A la luz de todo ello, lo que podría necesitarse es un nuevo marco de estabilidad macrofinanciera para contrarrestar activamente el carácter procíclico inherente al sistema financiero. Enfrentarse a la fase expansiva con instrumentos de regulación macroprudencial y el endurecimiento de la política monetaria podría evitar los peores excesos. Incluso el sector privado podría actuar de forma más contenida si anticipara cierta oposición por parte del sector oficial. Nótese, por ejemplo, la opinión de que el renovado interés de los bancos centrales por la inflación ha afectado al proceso de formación de las expectativas de inflación. Además, menos excesos *a priori* probablemente implicarían menos destrozos que arreglar *a posteriori*, así como más margen para relajar las políticas, que se habrían endurecido de antemano de forma más sistemática.

La primera característica relevante de este nuevo marco sería su énfasis en aspectos sistémicos. La atención se centraría en el peligro que entraña la exposición de diversas instituciones al mismo tipo de riesgos, por ejemplo a un cambio de fase del ciclo inmobiliario. A esto se uniría el reconocimiento de interacciones endógenas tanto en el seno de las instituciones y mercados como entre ellos, que podrían producir resultados altamente no lineales. Aunque todo ello no implicaría prestar menos atención a la buena salud de las instituciones individuales, sí que conllevaría una vigilancia muy reforzada de empresas de gran tamaño o con complejas relaciones con otros integrantes del sistema.

La segunda característica de este nuevo marco sería un uso más «simétrico» o anticíclico de los instrumentos de política, que se endurecerían en la fase expansiva del ciclo crediticio para relajarse después en la etapa contractiva. En este sentido, el nuevo marco simplemente reflejaría lo que ya se da por sentado en la política fiscal: que hay que aprovechar los buenos momentos para prepararse para los malos. En la actualidad, durante las fases expansivas, ni los instrumentos monetarios ni reguladores suelen responder de forma sistemática a los incipientes desequilibrios antes mencionados. Además, los segundos normalmente se endurecen cuando la situación ya se ha agravado, lo que podría empeorar la desaceleración.

En términos más concretos, la política monetaria podría endurecerse aun cuando las previsiones de inflación estuviesen bajo control, en caso de producirse una conjunción suficientemente preocupante de rápido crecimiento del crédito, aumento del precio de los activos y distorsiones en los patrones de gasto o de producción. Al centrarse en una serie de indicadores sistémicos, esta propuesta difiere sensiblemente de la simple utilización de los precios de los activos a modo de indicador. Por su parte, los instrumentos macroprudenciales se utilizarían de un modo similar, ya sea de forma discrecional o siguiendo criterios basados en reglas, para asegurar que las primas por riesgo, las provisiones para impagos y las dotaciones de capital actúan al unísono para reducir la amplitud del ciclo crediticio. Un reto técnico al respecto sería asegurarse de que las exigencias reguladoras para cada institución fueran acordes a su propio comportamiento, pero respondiesen también a la evolución del sistema en su conjunto. Por fortuna, la flexibilidad que ofrecen los tres pilares de Basilea II facilita la búsqueda de una solución.

La tercera característica sería una cooperación aún mayor entre los bancos centrales y los reguladores para poder detectar la acumulación de riesgos sistémicos y decidir cómo mitigarlos. Hay que encontrar la forma de integrar mejor el conocimiento especializado que posee cada uno de estos grupos y sus respectivas capacidades analíticas. También podría ser muy útil una mayor claridad en la atribución de competencias entre los distintos órganos que cooperan en esta labor, junto a acuerdos formales que garanticen la adopción de medidas oportunas para fomentar la estabilidad del sistema.

Para que este marco macrofinanciero sea operativo, antes habrá que salvar numerosos escollos de orden práctico. El primero es que no todos admiten que el crecimiento excesivo del crédito haya sido el origen del problema, ni que vaya a ser difícil reparar los daños después de los excesos. Aunque con suerte no habrá que llegar a esos extremos, si los costos de la presente convulsión siguen creciendo y las políticas aplicadas resultan ineficaces, es probable que se produzca un cambio de opinión. Otro problema de orden práctico es reconocer cuándo es necesario oponerse a la fase alcista. El tercero es reunir la voluntad de actuación necesaria para ser el primero en aguar la fiesta llegado el momento. Todos estos problemas son bien reales, pero no por ello insuperables, y palidecen frente a las dificultades que podrían surgir cuando los auges cíclicos no contrarrestados terminen por desinflarse.

La aplicación de un marco diseñado para reducir la amplitud de los ciclos crediticios no erradicará todos estos problemas y habrá que seguir lidiando

con periodos de inestabilidad e incluso crisis. Por tanto, hay que prepararse para ello introduciendo un conjunto coherente de medidas destinadas a crear una «red de seguridad». Así pues, hay que comprobar la idoneidad de los sistemas de garantía de depósitos y resolver sus deficiencias; crear bancos «listos para actuar» donde puedan proseguirse las funciones cruciales de los bancos en quiebra; aprobar leyes que capaciten a las autoridades para hacer frente a las dificultades según vayan surgiendo; y crear memorándums de entendimiento, tanto nacionales como internacionales. Además, quienes vayan a gestionar los problemas en tiempo real, tendrán que ensayar primero mediante simulacros. Aunque en todas estas medidas subyace un elemento de riesgo moral, mirar al pasado nos convencería de que omitirlas en su momento acabaría obligándonos a recurrir a medidas aún más costosas y peligrosas ya en plena crisis. Así como se espera que las empresas y los bancos elaboren por adelantado planes de continuidad de su actividad, sería deseable que las autoridades hicieran otro tanto.

Índice

Organización, buen gobierno y actividades	175
Organización y buen gobierno del Banco	175
<i>El Banco, su gestión y sus accionistas</i>	175
<i>Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2008</i>	177
<i>Cambios en el buen gobierno del Banco</i>	177
Fomento de la cooperación financiera y monetaria internacional:	
contribución directa del BPI	178
<i>Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras</i>	178
<i>Oficinas de Representación</i>	179
<i>Instituto para la Estabilidad Financiera</i>	182
Fomento de la estabilidad financiera a través de los comités permanentes con sede en el BPI	183
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i>	183
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i>	186
<i>Comité de Sistemas de Pago y Liquidación</i>	187
<i>Comité de los Mercados</i>	187
<i>Grupo de Bancos Centrales de Disuasión de las Falsificaciones</i>	188
Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia ..	189
<i>El Grupo de los Diez</i>	189
<i>Foro sobre la Estabilidad Financiera</i>	189
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i>	191
<i>Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos</i>	192
Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI ..	193
<i>Actividades de investigación</i>	193
<i>El buen gobierno en los bancos centrales</i>	194
<i>Cooperación en materia estadística</i>	195
<i>Grupo de Expertos en Informática de los bancos centrales del G-10</i>	197
<i>Cooperación con agrupaciones regionales de bancos centrales</i>	198
<i>Auditoría interna</i>	198
Servicios financieros del Banco	199
<i>El alcance de los servicios financieros</i>	199
<i>Operaciones financieras en 2007/08</i>	200
<i>Gráfico: Balance de situación total e inversiones de clientes, por tipos de producto</i>	201
<i>Funciones de agente y fideicomisario</i>	202
Cuestiones institucionales y administrativas	202
<i>La administración del Banco</i>	202
Resultado financiero y reparto de beneficios	205
<i>Resultado financiero</i>	205
<i>Propuesta de reparto de dividendos</i>	208
<i>Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio</i>	209
<i>Distribución de la reducción de las reservas estatutarias del Banco a 31 de marzo de 2007</i>	210
<i>Informe de los auditores</i>	210
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 flujo de efectivo	220
Evolución del patrimonio neto del Banco	222
Propuesta de distribución del beneficio	224
Evolución de las reservas estatutarias del Banco	224
Criterios contables	225
Notas a los estados financieros	231
1. <i>Introducción</i>	231
2. <i>Utilización de estimaciones</i>	231
3. <i>Impacto del cambio de criterios contables</i>	232
4. <i>Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos</i>	234
5. <i>Oro y depósitos en oro</i>	234
6. <i>Activos en monedas</i>	234
7. <i>Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias</i>	236
8. <i>Instrumentos financieros derivados</i>	237
9. <i>Cuentas a cobrar</i>	238
10. <i>Terrenos, edificios y equipamiento</i>	238
11. <i>Depósitos en monedas</i>	239
12. <i>Pasivos por depósitos en oro</i>	240
13. <i>Títulos vendidos con pacto de recompra</i>	240
14. <i>Cuentas a pagar</i>	240
15. <i>Otros pasivos</i>	240
16. <i>Capital en acciones</i>	240
17. <i>Reservas estatutarias</i>	241
18. <i>Acciones propias en cartera</i>	241
19. <i>Otras partidas de patrimonio</i>	241
20. <i>Obligaciones por prestaciones post-empleo</i>	243
21. <i>Ingresos por intereses</i>	247
22. <i>Gastos por intereses</i>	247
23. <i>Diferencias netas de valoración</i>	248
24. <i>Ingresos netos por honorarios y comisiones</i>	248
25. <i>Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)</i>	248
26. <i>Gastos de operación</i>	249
27. <i>Pérdida neta por venta de títulos disponibles para la venta</i>	249
28. <i>Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro</i>	249
29. <i>Beneficio por acción</i>	249
30. <i>Efectivo y equivalentes al efectivo</i>	250
31. <i>Impuestos</i>	250
32. <i>Tipos de cambio</i>	250
33. <i>Partidas fuera de balance</i>	250
34. <i>Compromisos</i>	250
35. <i>Tasas de interés efectivas</i>	251
36. <i>Ánálisis por regiones</i>	252
37. <i>Partes relacionadas</i>	252
38. <i>Pasivos contingentes</i>	254
Suficiencia de capital	255
Gestión de riesgos	258
1. <i>Riesgos para el Banco</i>	258
2. <i>Metodología y organización de la gestión de riesgos</i>	258
3. <i>Riesgo de crédito</i>	259
4. <i>Riesgo de mercado</i>	266
5. <i>Riesgo de liquidez</i>	271
6. <i>Riesgo operacional</i>	275
Informe de los auditores	276
Resumen gráfico de los últimos cinco años	277

Organización, buen gobierno y actividades

En este capítulo se describen a grandes rasgos la organización y el gobierno internos del Banco de Pagos Internacionales (BPI), así como las actividades que realizaron el Banco y los grupos internacionales que tienen su sede en él a lo largo del pasado ejercicio financiero. Estas actividades tienen por objeto fomentar la cooperación entre los bancos centrales y otras autoridades financieras, así como ofrecer servicios financieros a los bancos centrales que son clientes del BPI.

Organización y buen gobierno del Banco

El Banco, su gestión y sus accionistas

El BPI tiene por misión fomentar la cooperación monetaria y financiera internacional y prestar servicios bancarios a bancos centrales. Su sede central se encuentra en Basilea (Suiza) y cuenta con dos oficinas de representación, una 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 578 personas procedentes de 48 países.

El BPI cumple su función ejerciendo de:

- foro para fomentar el debate y facilitar la toma de decisiones entre bancos centrales y para apoyar el diálogo con otras autoridades promotoras de la estabilidad financiera;
- centro de estudios sobre asuntos de política económica que atañen a los bancos centrales y autoridades supervisoras del sistema 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 velan por el fomento 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, creados por los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 a lo largo de los últimos 40 años. Todos ellos gozan de un significativo grado de autonomía para la elaboración de sus programas y la estructuración de sus actividades.
- El Foro sobre la Estabilidad Financiera, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos son organizaciones independientes cuyas secretarías también se encuentran en el BPI, pero no responden directamente ante él ni ante ninguno de sus bancos centrales.

- El Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales, dirigido por la comunidad internacional de bancos centrales bajo los auspicios del BPI.

Más adelante se describe el papel que desempeñan estos comités y organizaciones, así como sus actividades más recientes.

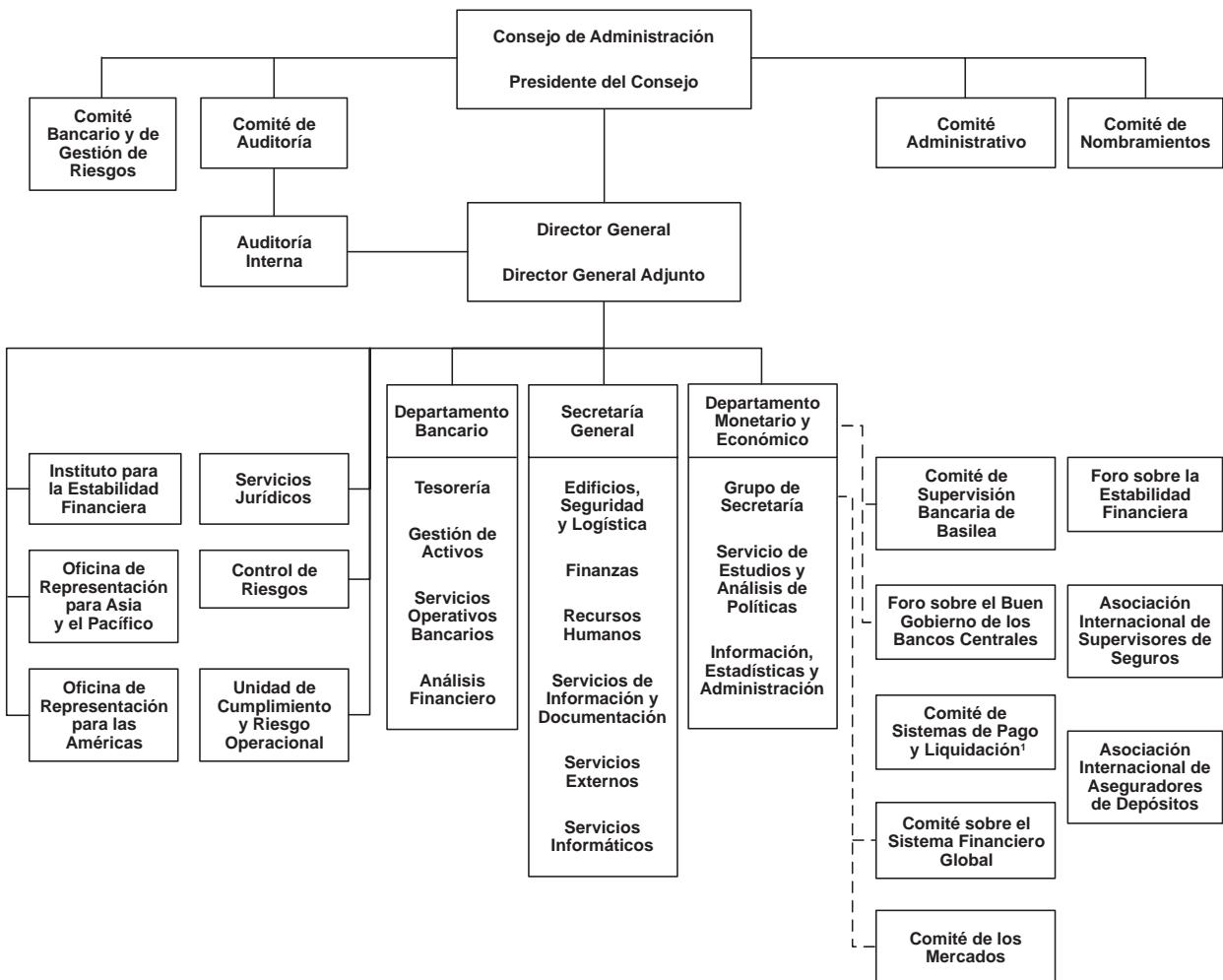
El Banco se divide en tres grandes departamentos: el Departamento Monetario y Económico, el Departamento Bancario y la Secretaría General. A éstos prestan apoyo los Servicios Jurídicos, la Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional, las funciones de Auditoría Interna y Control de Riesgos, así como el 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 decisarios principales para el buen gobierno y la administración del Banco:

- La Asamblea General de bancos centrales miembros, donde 55 bancos centrales o autoridades monetarias tienen actualmente derecho de voto y 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 2007 participaron en ella 110 bancos centrales, 78 de ellos a través de su Gobernador, así como delegados de 17 instituciones internacionales.
- El Consejo de Administración, compuesto en la actualidad por 20 miembros. Sus principales responsabilidades son fijar el rumbo de la estrategia y de las políticas del Banco y supervisar a la Alta Dirección. El Consejo cuenta con la ayuda del Comité Administrativo, el Comité de Auditoría, el Comité Bancario y de Gestión de Riesgos, y el Comité de Nombramientos, todos ellos compuestos por miembros del Consejo de Administración.
- El Director General del Banco, responsable ante el Consejo de Administración de todos los asuntos importantes que afectan al BPI en su conjunto. En el desempeño de sus funciones, el Director General está asesorado por el Comité Ejecutivo del Banco, presidido por él mismo e integrado por el Director General Adjunto, los Jefes de Departamento y otros cargos de rango similar nombrados por el Consejo.

Al final de este capítulo se enumeran los bancos centrales que integran el BPI, así como los miembros de su Consejo de Administración y Alta Dirección, junto con los cambios más recientes en la composición de estos últimos.

Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2008



¹ La Secretaría del CPSS también presta sus servicios al Grupo de Bancos Centrales para la Disuasión de las Falsificaciones.

Cambios en el buen gobierno del Banco

Comités asesores del Consejo

Con el fin de mejorar sus prácticas de buen gobierno, el Consejo reexaminó en 2007 la estructura, mandato y composición de sus comités y decidió crear otros nuevos para garantizar una mayor participación de los consejeros en la preparación de las decisiones del Consejo.

La nueva estructura de comités del BPI, que entró en vigor en julio de 2007, incluye, además del Comité Administrativo (antes llamado Comité Consultivo) y el Comité de Auditoría, dos nuevos comités:

- el Comité Bancario y de Gestión de Riesgos, que sirve de foro para la preparación de los temas relativos a la actividad bancaria y la gestión de riesgos que el Consejo debatirá y/o decidirá; y

- el Comité de Nombramientos, encargado de ayudar al Consejo en la designación de los cargos que integran el Comité Ejecutivo del BPI.

Asimismo, en noviembre de 2007, el Consejo decidió establecer un Comité Consultivo para las Américas (CCA) como órgano asesor del Consejo, compuesto por los Gobernadores de los bancos centrales del continente americano que son miembros del BPI. Del mismo modo que el Consejo Consultivo Asiático del BPI ha desempeñado una gran labor para la orientación de las actividades del Banco en Asia y el Pacífico, el CCA actuará como canal de comunicación directa entre los bancos centrales miembros del BPI en el continente americano y el Consejo y la Alta Dirección del Banco en asuntos que atañen a la comunidad de bancos centrales de la región.

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 reúnen para debatir sobre la evolución económica y financiera más reciente y sobre las perspectivas 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. Estos encuentros bimestrales, celebrados 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 de noviembre de 2007, celebradas en Ciudad del Cabo bajo los auspicios del Banco de la Reserva de Sudáfrica, incluyeron una mesa redonda extraordinaria con Gobernadores africanos en la que se analizó la evolución macroeconómica de los países africanos y los desafíos a los que éstos se enfrentan para el desarrollo de sus mercados financieros.

Las reuniones bimestrales del BPI se componen de la *Global Economy Meeting* y la *All Governors' Meeting*. En la primera, que congrega a más de 30 Gobernadores de las principales economías industriales y de mercado emergentes, se realiza un seguimiento de la evolución económica y financiera y se evalúan los riesgos y oportunidades de la economía mundial y los mercados financieros.

En la *All Governors' Meeting*, donde se dan cita los Gobernadores de todos los bancos centrales accionistas del BPI, se debaten asuntos de interés general para todos ellos. En 2007/08, se analizaron las siguientes cuestiones:

- causas subyacentes a la convulsión financiera actual y sus posibles consecuencias económicas;
 - la función de los agregados monetarios y crediticios en la política monetaria;
 - el propósito y diseño de los fondos de inversión soberanos y la función de los bancos centrales al respecto; y
 - el papel de los bancos centrales en el desarrollo del sistema financiero.
- Con motivo de dicha ocasión, el BPI invitó al Catedrático Amartya Sen,

premio Nobel de economía en 1998, a exponer sus teorías sobre la función de los bancos centrales en las sociedades democráticas.

Dado que no todos los bancos centrales miembros del BPI participan directamente en la labor de los comités y organizaciones con sede en Basilea, las *All Govenors' Meetings* brindan a los Gobernadores la oportunidad de analizar las actividades de estos grupos especializados. Por ejemplo, en 2007/08 los Gobernadores debatieron sobre la labor del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ante los recientes acontecimientos en los mercados financieros.

Otras reuniones periódicas celebradas 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 cada uno de estos grupos. También se reúnen periódicamente los Gobernadores pertenecientes al *Central Bank Governance Group*.

Al analizar aspectos relacionados con la estabilidad financiera, los Gobernadores conceden gran importancia al diálogo con los directores de agencias de supervisión, otras autoridades financieras y altos cargos del sector 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 el mantenimiento de un sistema financiero internacional sólido y ágil. Además, el Banco organiza otras reuniones, ya sea de forma regular o puntual, a las que asisten altos funcionarios de bancos centrales y donde en ocasiones se invita a participar a representantes de otras autoridades financieras, del sector financiero privado y del mundo académico.

Otras reuniones organizadas con menos frecuencia para altos representantes de bancos centrales son:

- las reuniones de los grupos de trabajo sobre política monetaria nacional que, además de celebrarse en Basilea, también se organizan 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 sobre «Los flujos de capital y los activos financieros en las economías de mercado emergentes: determinantes, consecuencias y desafíos para los bancos centrales».

Oficinas de Representación

La Oficina de Representación del BPI para Asia y el Pacífico (la Oficina Asiática) y la Oficina de Representación para las Américas (la Oficina de las Américas) tienen como objetivo fortalecer la relación entre el BPI y los bancos centrales y autoridades supervisoras del sector financiero en dichas regiones, así como fomentar la cooperación dentro de cada una de ellas. Estas Oficinas organizan reuniones, promueven el intercambio de información y de datos, y contribuyen a los estudios económicos y financieros que realiza el Banco. Además, ayudan al BPI a prestar sus servicios bancarios visitando de forma periódica a los

responsables de la gestión de reservas de los bancos centrales y organizando reuniones, tanto técnicas como de gestión.

Asia-Pacífico

Durante el pasado ejercicio financiero, el BPI profundizó sus relaciones con sus accionistas asiáticos organizando reuniones conjuntas de alto nivel con cuatro de sus bancos centrales miembros y colaborando en diversos estudios con la aportación de recursos de su programa de investigación sobre Asia.

Las reuniones se organizaron junto con:

- el Banco Central de Malasia, sobre las implicaciones del desarrollo del mercado financiero para la política monetaria;
- el Banco de la Reserva de la India, sobre el desarrollo del mercado monetario;
- el *Bangko Sentral ng Pilipinas*, sobre la transparencia y la comunicación de la política monetaria; y
- el Banco de Corea, sobre los retos que la deuda de los hogares plantea para las políticas económicas.

La Oficina Asiática también convocó reuniones con gestores de reservas, autoridades encargadas de la política monetaria, así como auditores y expertos jurídicos de bancos centrales tanto de dentro como de fuera de la región. También prestó servicios de secretaría en las reuniones bianuales del Foro sobre los Mercados de Divisas organizado por la EMEAP (*Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks*).

Al mismo tiempo, el representante del FSI en la Oficina Asiática realizó labores de secretaría en la reunión sobre estabilidad financiera y capital regulador del Grupo de Trabajo de Supervisión Bancaria de la EMEAP. Los economistas de la Oficina Asiática elaboraron además un documento de fondo para la primera reunión de Subgobernadores del Comité de la EMEAP sobre Estabilidad Monetaria y Financiera.

La actividad bancaria y los Fondos Asiáticos de Bonos

La sala de negociación de la Oficina Asiática siguió ampliando la gama de servicios bancarios que presta a sus clientes en la región. Cada vez son más los bancos centrales asiáticos que contratan los diversos productos que ofrece la Tesorería Regional del BPI. Además, la sala de negociación amplió su inversión en la región incrementando sus colocaciones con contrapartes habituales o nuevas, manteniendo en todo momento un perfil de riesgo conservador.

En tanto que administrador de fondos, el BPI siguió prestando apoyo al lanzamiento de los fondos de renta fija del segundo Fondo Asiático de Bonos (ABF2) de la EMEAP. Once bancos centrales han aportado parte de sus reservas internacionales como capital semilla para invertir en bonos soberanos o con garantía del Estado de ocho economías EMEAP. El volumen total de los fondos invertidos por el ABF2 alcanzó los 3.300 millones de dólares a finales de marzo de 2008, de los que 765 millones correspondieron a inversión privada, que se suma a las tenencias de los bancos centrales, que han pasado de 2.000 a 2.500 millones de dólares. Tras su lanzamiento público en Indonesia en

marzo de 2007, el fondo abierto *ABF Indonesia Bond Index Fund* se convirtió en diciembre en el primer *Exchange Traded Fund* en cotizar oficialmente en la bolsa de Yakarta. Por su parte, el *Pan Asia Bond Index Fund* registró rentabilidades de casi el 29% en sus primeros 33 meses de vida hasta finales de marzo de 2008, desbancando claramente a los bonos del Tesoro estadounidense y a los títulos de deuda de agencias con una duración similar.

El Consejo Consultivo Asiático y la Reunión Extraordinaria de Gobernadores del BPI en Asia

El Consejo Consultivo Asiático (ACC), presidido actualmente por Y. V. Reddy, Gobernador del Banco de la Reserva de la India, ofrece a los Gobernadores de los bancos centrales accionistas de Asia y el Pacífico una vía de comunicación con el Consejo y la Alta Dirección del BPI. En sus dos reuniones del pasado ejercicio, los Gobernadores convinieron las reuniones que se hacían necesarias y los asuntos que se emprenderían en el marco del programa trienal de investigación sobre Asia (véase más adelante). Al transmitir al Consejo y a la Alta Dirección del BPI sus opiniones sobre dichos asuntos, los Gobernadores contribuyeron a dar prioridad a ciertos ámbitos y evitar esfuerzos redundantes.

En febrero, el BPI organizó de nuevo una Reunión Extraordinaria de Gobernadores, auspiciada por el Banco de la Reserva de la India en Bombay, que congregó a los Gobernadores de la región Asia-Pacífico y otros lugares. Los asistentes aprovecharon la ocasión para analizar las lecciones extraídas de la reciente convulsión financiera, las perspectivas económicas y el desarrollo de mercados monetarios sólidos.

El programa de investigación sobre Asia

El programa trienal de investigación sobre la región asiática alcanzó su ecuador a comienzos de 2008. Actualmente se está avanzando en una serie de proyectos de investigación destinados a ayudar a las autoridades regionales a mejorar su política y operativa monetaria, desarrollar sus mercados financieros, mantener la estabilidad financiera y fortalecer su política prudencial. Representantes de cinco bancos centrales accionistas visitaron la Oficina Asiática para participar en estudios conjuntos. Para cuando finalice este programa, se habrán organizado estudios sobre asuntos de interés para los bancos centrales y los supervisores de la región con prácticamente cada banco central accionista de Asia y el Pacífico, así como con universidades y centros de investigación de la región. Estos estudios no sólo se han utilizado en las numerosas reuniones organizadas con los bancos centrales de la zona, sino que también se han difundido a través de publicaciones especializadas, incluido el *Informe Trimestral* del BPI. Además, los economistas que participan en el programa de investigación redactaron, a petición de los Gobernadores del ACC, artículos sobre diversos aspectos específicos de política, como por ejemplo las medidas oficiales para dar respuesta a los flujos de capital hacia la región o los nuevos instrumentos y vehículos de inversión estructurada en los mercados de deuda regionales. Por último, dos redes de investigación pertenecientes a este programa celebraron en enero su primer taller de trabajo anual.

El continente americano

La labor del BPI en la región se centró no sólo en atender a los bancos centrales accionistas, sino también en aumentar los contactos y eventos con otros bancos centrales, autoridades reguladoras y la comunidad académica. El resultado fueron numerosos artículos en diversas publicaciones especializadas, incluidos el *Informe Trimestral* del BPI y sus *BIS Papers*.

Entre las actividades más destacadas de la Oficina de las Américas cabe señalar:

- la primera conferencia sobre nuevas tendencias de financiación en América Latina, organizada en Ciudad de México junto con el Banco de la Reserva Federal de Atlanta; y
- una reunión sobre flujos de capital para bancos centrales de la región, celebrada en Uruguay.

Asimismo, la Oficina auspició la primera reunión de la *Central Bank Governance Network* en el continente americano y una reunión del Comité Director del Grupo de Bancos Centrales de Disuisión de las Falsificaciones; organizó diversos encuentros de administradores de reservas de dentro y fuera de la región y de gestores de riesgos de bancos centrales; y prestó apoyo en eventos regionales organizados por el FSI.

La Oficina de las Américas también apoyó y contribuyó a las reuniones de divulgación auspiciadas por bancos centrales de la región, como la Sesión de Trabajo sobre Mercados en América Latina celebrada en Brasil junto con el Comité de los Mercados, la reunión sobre la financiación de la vivienda celebrada en Chile junto con el Comité sobre el Sistema Financiero Global y la Sesión de Trabajo del BPI sobre política monetaria en América Latina celebrada en México.

Como se mencionó antes, el Consejo del BPI decidió crear en noviembre de 2007 el Consejo Consultivo para las Américas (CCA), que quedará formalmente constituido en 2008. La Oficina de las Américas realizará labores de secretaría en las reuniones del CCA, que se celebrarán al menos una vez al año.

Instituto para la Estabilidad Financiera

El Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) ayuda a las autoridades supervisoras del sector a fortalecer la supervisión de sus sistemas financieros, promoviendo con ello la estabilidad financiera en todo el mundo. Las actividades del FSI, organizadas en dos frentes, están diseñadas para difundir estándares y mejores prácticas principalmente en los sectores de supervisión bancaria y de seguros.

Reuniones, seminarios y conferencias

El primer frente consiste en reuniones de alto nivel, seminarios y conferencias que se celebran desde hace tiempo tanto en Basilea como en otras ciudades del mundo. En 2007, el FSI organizó un total de 55 eventos en torno a diversos temas relacionados con el sector financiero, en los que participaron

más de 1.900 representantes de bancos centrales y agencias de supervisión bancaria y de seguros. El FSI continuó celebrando sus reuniones de alto nivel para Subgobernadores y directores de autoridades supervisoras en África, Asia, Europa y Oriente Medio, en las que se analizó la implementación de Basilea II y otros asuntos clave de supervisión financiera.

FSI Connect

El segundo frente de su actividad es *FSI Connect*, una herramienta de información y aprendizaje en línea dirigida a supervisores del sector financiero. *FSI Connect* incluye en la actualidad más de 140 cursos sobre una amplia gama de asuntos relevantes para supervisores con todo tipo de bagaje y especialización. El pasado año, se añadieron cursos sobre dos nuevos temas: la contabilidad y los sistemas de pago y liquidación. Más de 150 bancos centrales y autoridades supervisoras están suscritos a *FSI Connect*, lo que supone cerca de 8.000 usuarios.

Otras importantes iniciativas

En 2007, el FSI publicó los resultados de una encuesta sobre mecanismos institucionales para la supervisión del sector financiero en un *Occasional Paper* donde se recogen las últimas tendencias en supervisión y se señalan los participantes centrales en la supervisión del sector y en la vigilancia de la estabilidad financiera en general. El documento también abarca temas relacionados con la cooperación en materia de supervisión entre sectores financieros y países.

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, tiene por misión mejorar el conocimiento en materia de supervisión y la calidad de la supervisión bancaria en todo el mundo. El Comité proporciona a los supervisores un foro para el diálogo mediante el intercambio de información sobre esquemas de supervisión nacionales, la mejora de la eficacia de las técnicas de supervisión bancaria internacional y la creación de estándares mínimos de supervisión en los ámbitos que se estime oportuno.

Respuesta ante la convulsión de los mercados

Antes de que estallara la tensión en los mercados financieros a mediados de 2007, el Comité de Basilea ya había abierto varios frentes de trabajo sobre la gestión del riesgo y la supervisión, incluidos el riesgo de liquidez y las prácticas de valoración de activos en los bancos. Ante las deficiencias destapadas por esta convulsión, el Comité de Basilea aceleró, y en algunos casos modificó, sus planes de trabajo, al tiempo que extrajo importantes conclusiones que le ayudaron a reforzar en mayor medida su Marco Basilea II.

Todas estas iniciativas forman parte fundamental de los esfuerzos mundiales por mejorar la capacidad de reacción del sistema bancario.

Gestión y supervisión del riesgo de liquidez

La labor del Comité de Basilea en torno al riesgo de liquidez, que comenzó a finales de 2006, se centró inicialmente en las prácticas de supervisión de sus países miembros. Más tarde, para dar respuesta a los acontecimientos en los mercados, se amplió el mandato original para analizar los puntos fuertes y débiles de la gestión del riesgo de liquidez en momentos de dificultad. En febrero de 2008, el Comité publicó un informe titulado *Liquidity risk: management and supervisory challenges*. En él se destacan los aspectos de la evolución de los mercados financieros que afectan a la gestión del riesgo de liquidez, se analizan los distintos regímenes de supervisión bancaria y se esbozan observaciones sobre el periodo actual de tensión financiera, así como posibles frentes de trabajo relacionados con la gestión y supervisión del riesgo de liquidez. El Comité está finalizando una revisión exhaustiva de sus *Sound practices for managing liquidity in banking organisations*, un compendio de normas generales sobre gestión y supervisión del riesgo de liquidez publicado en el año 2000. Está previsto que las nuevas normas se publiquen a mediados de 2008.

Prácticas bancarias de valoración

A principios de 2007, el Comité de Basilea comenzó a examinar las prácticas de valoración empleadas por los bancos, con el fin de comprender mejor las técnicas que utilizan para valorar instrumentos financieros a partir de modelos con fines de gestión de riesgos y de divulgación de información financiera. Esta iniciativa también abarcó las prácticas de control, auditoría y buen gobierno relacionadas con dichas valoraciones. En respuesta a la convulsión de los mercados, el ámbito de esta labor se amplió para incluir también la reacción de los bancos ante las tensiones del mercado y las primeras lecciones extraídas. Aunque las prácticas y procesos de valoración actuales no fueron la causa subyacente a esta convulsión, el Comité estima que los retos en este ámbito han contribuido a amplificar sus efectos. Así pues, ha decidido emitir orientaciones para que los supervisores evalúen el rigor de los procesos de valoración empleados por los bancos, promoviendo con ello mejoras en la gestión de riesgos.

El Marco Basilea II

La convulsión de los mercados financieros ha reafirmado la importancia que reviste la pronta aplicación de Basilea II para mejorar la gestión de riesgo y la supervisión bancaria. En respuesta a estos acontecimientos, el Comité de Basilea reexaminó su Marco para identificar ámbitos susceptibles de mejora en cada uno de sus tres pilares: requerimientos mínimos de capital (Primer Pilar), proceso del examen supervisor (Segundo Pilar) y disciplina de mercado (Tercer Pilar). Uno de estos ámbitos es el refuerzo de los requerimientos de capital para la cartera de negociación de las entidades de crédito. En octubre de 2007, el Comité publicó un documento de consulta titulado *Guidelines for*

computing capital for incremental default risk in the trading book, que ahora desea ampliar para incluir otros posibles eventos de riesgo de la cartera de negociación. Las propuestas que se acuerden al respecto se someterán a consulta pública en 2008.

La convulsión vivida en los mercados también ha puesto de relieve la importancia de una implementación eficaz y consistente de Basilea II en los distintos países. En este sentido, el Comité publicó en noviembre de 2007 un documento sobre riesgo operacional titulado *Principles for home-host supervisory cooperation and allocation mechanisms in the context of advanced measurement approaches (AMA)*. Asimismo, su Grupo para la Implementación del Acuerdo (AIG) sigue analizando los retos prácticos para la implementación de Basilea II que atañen a la comunidad mundial de supervisores y promoviendo su consistencia.

Otras iniciativas sobre gestión de riesgos y supervisión

El Comité de Basilea ha seguido participando activamente en el desarrollo de normas internacionales de contabilidad y auditoría, trabajando estrechamente con el Consejo Internacional de Normas de Contabilidad (IASB) y el Consejo Internacional de Normas de Auditoría y Aseguramiento (IAASB). Ante la generalización del uso 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 relacionados con el desarrollo de un marco conceptual común y el análisis de las principales cuestiones de auditoría desde la perspectiva de la supervisión bancaria.

En 2007, el Comité de Basilea creó un grupo de trabajo para estudiar cuestiones relativas a la disolución de grandes bancos con actividad transfronteriza, ante el significativo aumento de esta operativa en los últimos años. Este grupo analizará las políticas actuales para resoluciones bancarias, la asignación de responsabilidades y los marcos jurídicos, con miras a comprender mejor posibles impedimentos y mejoras de la cooperación internacional en este ámbito.

El Comité también sigue participando activamente en los esfuerzos por combatir el blanqueo de dinero y la financiación del terrorismo. En su boletín de octubre de 2007, el Comité instó a los agentes del sector público y privado a mejorar la transparencia de los pagos internacionales para contribuir así a combatir la delincuencia en todo el mundo. Además, sigue estudiando aspectos de la supervisión relacionados con los «pagos de cobertura» con el fin de consensuar los principios que rigen las políticas supervisoras y las prioridades para la implementación de las normas de transparencia para pagos internacionales.

Interacción con otros supervisores

El Comité de Basilea no deja de ampliar el ámbito de su labor para incluir a los supervisores de otras jurisdicciones y mejorar su diálogo con la comunidad internacional de supervisión. Además de los 13 países representados en el

Comité, más de otros 20 participan directamente en diversos subgrupos de trabajo. Esto ha permitido mejorar el intercambio de información entre un gran número de países, además de ayudar a que el Comité conozca las opiniones de regiones como Asia y América Latina y distribuya información entre los grupos regionales de supervisores bancarios. El *International Liaison Group* (ILG) del Comité ofrece una plataforma adicional para que los países no pertenecientes contribuyan a sus nuevas iniciativas y presenten sus propuestas. El Comité continuará explorando formas de ampliar su diálogo con dichos países a través del ILG, las reuniones con agrupaciones regionales de supervisores bancarios y la Conferencia Internacional bienal de Supervisores Bancarios, además de otros mecanismos.

Comité sobre el Sistema Financiero Global

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS), presidido por Donald L. Kohn, Vicepresidente del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal estadounidense, sigue de cerca la evolución de los mercados financieros mundiales y analiza sus implicaciones para la estabilidad financiera. El Comité, integrado por los bancos centrales de los países del G-10 y de Luxemburgo, invita periódicamente a sus reuniones a representantes de los bancos centrales o autoridades monetarias de Australia, Brasil, China, Corea, España, Hong Kong RAE, India, México y Singapur.

Durante el pasado ejercicio, la agenda de trabajo del Comité fue reflejando la creciente convulsión en los mercados financieros. En el contexto de su seguimiento periódico del sistema financiero global, el CGFS analizó los siguientes asuntos:

- las causas del amplio deterioro del crédito en la financiación estructurada y su repercusión en otros segmentos del sistema financiero;
- los efectos de la reciente convulsión financiera sobre los balances bancarios y su exposición a los problemas del mercado de crédito (incluido el riesgo de mantenimiento de títulos ilíquidos) y a instrumentos fuera de balance como vehículos e instrumentos de inversión estructurada;
- la capacidad de los bancos para obtener financiación y capital a corto plazo en situaciones de alteración continua de los mercados monetarios y de capitales; y
- las consecuencias del rápido deterioro de los mercados de crédito y el posible impacto económico más amplio del endurecimiento de las condiciones crediticias.

Asimismo, el Comité creó grupos de estudio con el fin de analizar aspectos concretos de la reciente convulsión del mercado. Uno de ellos se encargó de investigar cómo utilizan los inversionistas las calificaciones crediticias de los productos financieros estructurados, asunto que también se debatió en un taller organizado en Londres por el CGFS con agencias de calificación e inversionistas. Un segundo grupo se encargó de analizar, en coordinación con el Comité de los Mercados, la eficacia de las respuestas de los bancos centrales a las tensiones en los mercados monetarios. El grupo de trabajo del CGFS sobre capital-inversión y financiación apalancada, creado

antes de las turbulencias, también centró su atención en las implicaciones que podría tener para la estabilidad financiera el rápido deterioro de los mercados de financiación apalancada en vista de las recientes convulsiones en el mercado.

En sus esfuerzos por mejorar la comprensión del desarrollo estructural de los mercados financieros mundiales, el Comité creó un grupo de trabajo para analizar las implicaciones del sustancial incremento de los flujos de capital hacia las economías emergentes en los últimos años.

El Comité organizó además diversas reuniones extraordinarias, incluidos una serie de debates regionales sobre la financiación de la vivienda tras la publicación en 2006 de un informe al respecto elaborado por uno de sus grupos de trabajo, así como una mesa redonda sobre el desarrollo de mercados de bonos en moneda local en África.

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 a fortalecer la infraestructura de los mercados financieros mediante la promoción de sistemas de pago y liquidación seguros y eficientes.

En julio de 2007, el Comité emitió un informe de consulta titulado *Progress in reducing foreign exchange settlement risk*, basado en una amplia encuesta sobre cómo gestionan los bancos y otras instituciones financieras los riesgos a los que se exponen al liquidar las operaciones en divisas. El informe concluye que, pese al enorme progreso realizado en este sentido —como atestigua la creación y crecimiento del CLS Bank—, una parte considerable de las operaciones todavía se liquidan con métodos que pueden poner en peligro al sistema financiero. Así pues, recomienda a las instituciones, los grupos sectoriales y los bancos centrales una serie de medidas concretas para reducir y controlar las posiciones de gran volumen mantenidas durante largo tiempo. Para dar continuación a dicho informe, el CPSS estudiará con el Comité de Basilea formas de garantizar que los bancos apliquen procedimientos adecuados de gestión del riesgo sobre sus posiciones de liquidación en divisas.

El Comité también continuó estrechando la cooperación entre bancos centrales, incluidos los de economías de mercado emergentes. Asimismo, aportó su ayuda y experiencia a las reuniones de trabajo y seminarios sobre sistemas de pago organizados por el BPI en colaboración con organizaciones regionales de bancos centrales.

Comité de los Mercados

El Comité de los Mercados, presidido por Hiroshi Nakaso, Director General del Departamento de Mercados Financieros del Banco de Japón, actúa como foro donde los bancos centrales debaten aspectos concretos de sus operaciones de mercado. El Comité, que agrupa a altos cargos de bancos centrales del

G-10 responsables de estas operaciones, también invita periódicamente a representantes de los bancos centrales o autoridades monetarias de Australia, Brasil, China, Corea, España, Hong Kong RAE, India, México y Singapur.

En sus reuniones bimestrales, y cada vez que se estima necesario, todos o algunos de los bancos centrales miembros estudian conjuntamente la reciente evolución de los mercados financieros y sus implicaciones a corto plazo para el buen funcionamiento de éstos y para su propia operativa.

Entre los asuntos debatidos este año en sus reuniones periódicas destacan:

- el impacto de las decisiones de política monetaria sobre los mercados y posibles retos para la comunicación;
- los factores que se esconden tras las tensiones del mercado, en concreto en los mercados monetarios, así como la naturaleza y efectos de las actuaciones de los bancos centrales para corregirlas;
- las consecuencias que tienen para las divisas los cambios repentinos en las estrategias de *carry trade*; y
- los patrones a corto plazo de los flujos mundiales de capitales.

Además, el Comité celebró otras reuniones extraordinarias, en ocasiones junto con el sector privado, para analizar asuntos de carácter más estructural, como por ejemplo el entendimiento y seguimiento por los bancos centrales de las estrategias de los *hedge funds*, los cambios en los mercados de materias primas y la creciente importancia de los fondos soberanos en los mercados mundiales de capitales. El Comité organizó, en colaboración con la Oficina de las Américas, una sesión de trabajo sobre los mercados en América Latina, auspiciada por el Banco Central de Brasil.

Ante las tensiones observadas en los mercados monetarios, el Comité estimó necesario organizar reuniones más frecuentes y específicas sobre la evolución de los mercados y los aspectos técnicos de las operaciones de mercado realizadas por los bancos centrales. Asimismo, para mejorar la transparencia de mercado y el entendimiento de las actuaciones de los bancos centrales, el Comité hizo público por primera vez un compendio sobre los marcos de política monetaria y las operaciones de mercado de sus miembros. Por último, el Comité participó en un grupo de estudio con el CGFS encargado de analizar la eficacia de las respuestas de los bancos centrales ante las tensiones en los mercados monetarios.

Grupo de Bancos Centrales de Disuasión de las Falsificaciones

El Grupo de Bancos Centrales de Disuasión de las Falsificaciones (CBCDG) tiene el encargo de los Gobernadores de los bancos centrales del G-10 de examinar las amenazas para la seguridad de los billetes bancarios y proponer soluciones para su aplicación por las autoridades emisoras. El CBCDG ha desarrollado medidas antifalsificación para evitar que puedan reproducirse las imágenes que aparecen en los billetes con la ayuda de fotocopiadoras en color y tecnología digital (ordenadores personales, impresoras y escáneres). El BPI contribuye a la labor del CBCDG realizando labores de secretaría y actuando como su agente en acuerdos contractuales.

Contribución del BPI a una cooperación financiera internacional más amplia

El Grupo de los Diez

El BPI siguió contribuyendo al trabajo de los ministros de Finanzas y Gobernadores de bancos centrales del G-10 participando en sus reuniones en calidad de observador y desarrollando labores de secretaría. En su reunión anual, los ministros y Gobernadores evaluaron el progreso realizado en la implementación de las recomendaciones del Informe del FSF *Report on highly leveraged institutions* y celebraron los logros alcanzados tanto en la revisión supervisora conjunta de las prácticas de gestión del riesgo de contraparte empleadas por los principales intermediarios, como en la elaboración, por grupos de trabajo del sector privado de Estados Unidos y el Reino Unido, de una serie de mejores prácticas para *hedge funds* con vistas a fortalecer la disciplina de mercado. Los ministros y Gobernadores del G-10 aceptaron además la prolongación de los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos durante cinco años más.

Foro sobre la Estabilidad Financiera

El Foro sobre la Estabilidad Financiera (FSF) fue creado en el BPI en 1999 por los ministros de Finanzas y Gobernadores del G-7 con el fin de fomentar la estabilidad financiera internacional mediante la mejora del intercambio de información y de la cooperación en el ámbito de la supervisión y vigilancia financiera. Su misión consiste en analizar los riesgos y vulnerabilidades que afectan al sistema financiero internacional y fomentar y coordinar acciones para remediarlos. El FSF está integrado por altos funcionarios de Ministerios de Finanzas, bancos centrales y agencias de regulación de los principales centros financieros, así como por representantes de instituciones financieras internacionales (BPI, Banco Mundial, FMI y OCDE), organismos internacionales de normalización supervisora y reguladora (Comité de Basilea, IAIS, IASB y Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV)), así como grupos de expertos de bancos centrales (CGFS y CPSS). El FSF está presidido por Mario Draghi, Gobernador del Banco de Italia.

Las reuniones plenarias del FSF suelen celebrarse dos veces al año. Las dos últimas tuvieron lugar en septiembre de 2007 en Nueva York y en marzo de 2008 en Roma. En ellas, los miembros del Foro analizaron los retos y vulnerabilidades actuales en los mercados financieros, las medidas que se están adoptando para remediarlos y las opciones para las políticas de cara al futuro. El Foro organiza también encuentros regionales ocasionales para fomentar un intercambio de opiniones más amplio sobre las vulnerabilidades financieras y las políticas aplicadas al respecto.

En mayo de 2007, el FSF actualizó su informe sobre instituciones muy apalancadas. Aunque el sector de los *hedge funds* no ha sido el principal responsable de la reciente convulsión en los mercados, la gravedad de los problemas ha puesto de relieve la importancia de una correcta gestión del

riesgo de contraparte en las instituciones reguladas y del intercambio de información entre estos fondos y sus contrapartes. El informe actualizado examina importantes asuntos relacionados con estos ámbitos y presenta una serie de recomendaciones. Posteriormente, el FSF acogió con beneplácito las iniciativas privadas para perfeccionar las orientaciones sobre mejores prácticas para gestores de *hedge funds* y sus inversionistas. En su reunión de Roma, el FSF expresó su deseo de que el sector de *hedge funds* informe periódicamente sobre los estándares adoptados y cómo éstos contribuyen a cumplir los objetivos de mayor transparencia y mejores prácticas de gestión del riesgo.

En su reunión de septiembre de 2007, el FSF revisó su iniciativa sobre Centros Financieros Extraterritoriales (OFC), basada en un informe elaborado por su *OFC Review Group*, donde se reconoce el significativo avance realizado por estos centros, aunque siguen constatándose asuntos de preocupación. El FSF reiteró su compromiso de fomentar el cumplimiento de las normas internacionales, incluida la mejora de la cooperación y el intercambio de información.

A petición de los ministros de Finanzas y Gobernadores del G-7, el FSF preparó un informe donde se identifican las principales deficiencias subyacentes a la convulsión del mercado que comenzó en el verano de 2007 y se recomiendan acciones para remediarlas. El informe titulado *Report of the Financial Stability Forum on market and institutional resilience* de abril de 2008, elaborado por un grupo de trabajo compuesto por altos cargos de los principales centros financieros e instituciones financieras internacionales y por directores de agencias internacionales de supervisión y regulación, presenta una serie de recomendaciones en los siguientes ámbitos: vigilancia prudencial de la gestión de capital, liquidez y riesgo; prácticas de transparencia, divulgación y valoración; función y utilización de las calificaciones crediticias; y la determinación de las autoridades para actuar ante los riesgos y sus mecanismos para hacer frente a las tensiones en el sistema financiero. El FSF vigilará la pronta aplicación de estas recomendaciones concretas de carácter operativo.

El FSF ha seguido apoyando iniciativas para mejorar las normas y prácticas internacionales de contabilidad y auditoría. En su informe al G-7, el FSF instó a los órganos de normalización contable a mejorar las normas de información financiera para vehículos de financiación fuera de balance, valoraciones y divulgación de riesgos, y a los órganos de vigilancia a mejorar sus orientaciones sobre la auditoría de las valoraciones de productos financieros complejos o ilíquidos.

En su reunión de abril de 2008 en Washington, los ministros y Gobernadores del G-7 aprobaron con rotundidad dicho informe e identificaron como prioridades una serie de recomendaciones para su pronta implementación. Entre ellas se incluyen iniciativas relacionadas con las normas de información financiera y de contabilidad, además de medidas para reforzar las prácticas de gestión del riesgo y los niveles de capital, emitir orientaciones para la gestión del riesgo de liquidez y revisar los códigos de conducta de las agencias de calificación crediticia.

La página del FSF en Internet es: www.fsforum.org.

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros

La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), con sede en el BPI desde 1998, contribuye a la estabilidad financiera internacional mejorando la supervisión del sector asegurador, el desarrollo de normas para la supervisión, la cooperación internacional basada en el intercambio de información y la asistencia mutua. La IAIS, en colaboración con otros órganos reguladores internacionales, como sus socios del Foro Conjunto, el Comité de Basilea y la OICV, ha contribuido a la elaboración de principios para la supervisión de conglomerados financieros. En los últimos años, la IAIS ha crecido significativamente.

La IAIS participa activamente en el FSF y coopera en la labor que desarrolla su Grupo de Trabajo sobre la capacidad de reacción de los mercados y las instituciones. A lo largo del ejercicio, la IAIS llevó a cabo tres encuestas para estudiar el impacto que podrían tener sobre el sector seguros los acontecimientos en el mercado financiero mundial. Los resultados de esta encuesta servirán para identificar y priorizar sus actividades, además de proporcionar al FSF información desde la perspectiva de la regulación de seguros.

Durante el pasado ejercicio, la IAIS ha avanzado significativamente en los siguientes ámbitos.

Contabilidad

La IAIS vela por la calidad de los estados financieros para que ofrezcan información significativa y económicamente representativa sobre la solidez financiera de las aseguradoras. Por ello, vigila de cerca la evolución de las prácticas internacionales de información financiera que más influirán en el modelo contable general de las sociedades de seguros reguladas. En 2007, la IAIS contribuyó sustancialmente al trabajo del IASB sobre contratos de seguro y a otros proyectos que atañen a las aseguradoras, como las estimaciones basadas en el valor razonable. La IAIS también participa en los documentos de consulta preliminares de la *International Federation of Accountants*, enviando sus comentarios sobre los estándares internacionales de auditoría más relevantes para el sector asegurador.

Suficiencia de capital y solvencia

En octubre de 2007, la IAIS adoptó tres documentos de orientación sobre la evaluación de la solvencia. En ellos se intenta facilitar una mayor comparación y convergencia de la evaluación internacional de la solvencia de las aseguradoras, centrándose en los siguientes asuntos:

- requerimientos basados en principios para regímenes de solvencia, con especial referencia a los requerimientos de capital regulador;
- creación y funcionamiento de los marcos para la gestión del riesgo empresarial; y
- utilización de modelos internos para la valoración del riesgo tanto cuantitativa como cualitativa y para la gestión del capital.

Supervisión de grupos

Ante la creciente internacionalización del mercado de seguros y la tendencia hacia la estructuración del negocio en grupos, la IAIS ha avanzado sustancialmente en el desarrollo de un conjunto de principios para hacer más fácil y eficiente la supervisión de los grupos aseguradores. Su labor se complementará con estándares y orientaciones suplementarias.

Reaseguro

En noviembre de 2007, la IAIS publicó la cuarta edición de su *Global reinsurance market report*, un informe basado en estadísticas sobre el reaseguro a escala mundial aportadas por las mayores reaseguradoras. En él se observa que el año 2006 resultó más rentable para estas sociedades que el anterior, en el que registraron pérdidas récord.

Intercambio de información

Tras la adopción del *Memorando Multilateral de Entendimiento* (MMoU) en febrero de 2007, donde se definen los principios y procedimientos para el intercambio de información, opiniones y valoraciones, la IAIS ha comenzado a validar las solicitudes de adhesión de diversas jurisdicciones.

Capacitación

Cada año, la IAIS organiza, en colaboración con el FSI, las autoridades nacionales de supervisión de seguros y otras entidades, unos 15 seminarios y talleres regionales con el fin de ayudar a los supervisores de seguros a implementar sus principios y estándares. En enero de 2008, la IAIS puso en marcha *IAIS DISCOVER*, una serie de cursos en línea complementados con talleres de trabajo y eventos relacionados con el aprendizaje a distancia. Desde su lanzamiento en Pekín, se han impartido tres cursos piloto con supervisores de seguros asiáticos. La IAIS creará nuevos cursos a partir del *Core Curriculum for Insurance Supervisors* desarrollado en colaboración con el Banco Mundial.

La página de la IAIS en Internet es: www.iaisweb.org.

Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos

La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI), con sede en el BPI desde el año 2002, contribuye a la estabilidad de los sistemas financieros fomentando la cooperación internacional y un amplio contacto entre aseguradores de depósitos y otras partes interesadas en todo el mundo.

En concreto, la IADI:

- mejora la comprensión de los intereses y cuestiones comunes relacionados con los fondos de garantía de depósitos;
- elabora orientaciones para mejorar la eficacia de dichos sistemas;
- facilita el intercambio de conocimientos sobre el seguro de depósito a través de cursos de capacitación, desarrollo y programas educacionales; y
- asesora sobre la creación y mejora de sistemas eficaces para el seguro de depósitos.

Actualmente, 73 organizaciones de todo el mundo participan en las actividades de la IADI (51 de las ellas en calidad de miembros), incluidos algunos bancos centrales interesados en fomentar la adopción o el funcionamiento de sistemas eficaces de seguro de depósitos.

Uno de los principales objetivos de la Asociación es mejorar la eficacia de los sistemas de seguro de depósitos mediante el desarrollo de principios y prácticas. En marzo de 2008, la IADI emitió sus *Core Principles for effective deposit insurance systems*, principios básicos dirigidos a países que están contemplando la adopción o reforma de estos sistemas. Los 21 Principios Básicos identificados se basan en documentos de investigación y orientación de la IADI y en su refrendo de las directrices desarrolladas por sus miembros fundadores y organismos internacionales. Para su elaboración, la IADI recurrió en gran medida a la experiencia de sus miembros. Los Principios Básicos se han diseñado para poder adaptarse a una amplia gama de circunstancias, situaciones y estructuras en los diferentes países.

En su sexto año de vida, la IADI ha seguido organizando foros para los aseguradores de depósitos y otros participantes en las redes de seguridad. Entre sus actividades destacan:

- su Sexta Conferencia Anual, celebrada en Kuala Lumpur en octubre de 2007 bajo el título «El seguro de depósito y la protección del consumidor», a la que asistieron 250 representantes del sector y autoridades económicas, procedentes de 52 países y donde se expusieron las principales características de los mecanismos de protección de los depositantes en todo el mundo;
- su programa de capacitación *Executive Training Program*, organizado en Washington en julio de 2007, donde se estudiaron casos prácticos sobre la creación de sistemas de seguro de depósito y sobre la gestión de las reclamaciones de los depositantes frente a bancos en quiebra;
- un simposio sobre asuntos transfronterizos, organizado en Basilea en mayo de 2007; y
- una conferencia interregional sobre «La función de los sistemas de seguro de depósito para la mejora de la estabilidad financiera», que tuvo lugar en Estambul en junio de 2007.

Entre las actividades regionales más recientes se cuentan conferencias, seminarios y reuniones de comités en Estambul, Praga, Washington DC, Kuala Lumpur, San Salvador, Basilea y Bali.

El portal interactivo de la IADI en Internet (www.iadi.org) facilita la investigación y ofrece información y actividades sobre el seguro de depósito a sus miembros y participantes.

Otras áreas de cooperación entre bancos centrales fomentadas por el BPI

Actividades de investigación

El BPI, además de preparar la documentación de base para las reuniones de altos cargos de bancos centrales y de realizar funciones de análisis y secretaría

para los comités, contribuye a la cooperación monetaria y financiera internacional mediante sus propios estudios y análisis sobre asuntos de interés para los bancos centrales y, cada vez más, también para las autoridades supervisoras del sector financiero. Estos trabajos se difunden a través de las publicaciones periódicas del Banco, como el *Informe Anual*, el *Informe Trimestral* y sus series *BIS Papers* y *Working Papers*, así como a través de publicaciones profesionales y académicas especializadas. La mayor parte de su labor de investigación se difunde a través de su página en Internet (www.bis.org).

De conformidad con la misión del Banco, sus estudios en el largo plazo se centran en asuntos relacionados con la estabilidad monetaria y financiera. Los temas que mayor atención recibieron el pasado ejercicio fueron:

- la convulsión de los mercados financieros: causas e implicaciones para las políticas;
- el comportamiento del mercado interbancario;
- medidas macroprudenciales para la estabilidad financiera y la coordinación entre las políticas monetaria y prudencial;
- cambios en el sistema financiero y el mecanismo de transmisión de la política monetaria;
- transparencia y comunicación de la política monetaria;
- la utilización de modelos de Equilibrio General Dinámico y Estocástico (EGDE) en la elaboración de políticas;
- medición y valoración del riesgo de crédito;
- la estructura temporal de las tasas de interés, con especial referencia a las primas por plazo;
- tendencias en el sistema bancario internacional; y
- prácticas de gestión de reservas de divisas.

En el contexto de sus actividades de investigación, el BPI también organiza conferencias y seminarios que suelen congregar a altos responsables de las políticas, académicos de renombre y agentes del mercado. En junio de 2007, la Sexta Conferencia Anual del BPI versó sobre el nexo de unión entre el sistema financiero y la capacidad de recuperación macroeconómica.

En el segundo semestre del año, el BPI organizó además dos reuniones para investigadores de bancos centrales sobre el proceso de elaboración de las políticas. En la primera, celebrada en septiembre de 2007 con la participación de diversos académicos, se estudió la utilidad de los modelos EGDE como herramientas de política. La segunda, organizada en noviembre y basada en parte en una encuesta puntual, se consagró al análisis sistemático de la preparación de los datos estadísticos y analíticos utilizados en las decisiones de política monetaria y a la comunicación de los resultados.

El buen gobierno en los bancos centrales

El BPI coordina sus esfuerzos para mejorar la gobernanza de los bancos centrales, en tanto que instituciones públicas, a través del *Central Bank Governance Forum*, compuesto por el *Central Bank Governance Group* (que integran los Gobernadores de un amplio y variado grupo de bancos centrales),

la *Central Bank Governance Network* (red a la que pertenecen casi 50 bancos centrales y autoridades monetarias) y una Secretaría.

Su labor consiste en compilar, analizar y difundir información sobre los diversos esquemas empleados en la operativa y gobernanza de los bancos centrales. Los temas de estudio, que vienen determinados por el interés de los bancos centrales, giraron el pasado año en torno a aspectos tan diversos como la política de comunicación en los bancos centrales, el funcionamiento de sus órganos decisarios y de vigilancia, la contribución de su personal a las decisiones de política monetaria, la organización de la función de prestamista de última instancia, y principios y prácticas de remuneración en los bancos centrales. Asimismo, difundió entre los bancos centrales un informe completo sobre la organización de la gestión de riesgos en éstos. En la actualidad, se trabaja para determinar los elementos clave del diseño de un banco central moderno a partir de la información recabada durante años. También se está desarrollando un nuevo sistema de información que mejorará considerablemente el acceso de los bancos centrales a datos comparativos sobre su gobierno y organización internos.

Cooperación en materia estadística

Tanto las autoridades económicas como los participantes en el mercado necesitan contar con estadísticas económicas, monetarias y financieras que sean oportunas, fiables y comparables a escala internacional. El BPI sigue de cerca y contribuye activamente a los esfuerzos constantes por mejorar las estadísticas de ámbito internacional, regional y nacional, especialmente en lo relativo a la evolución financiera.

Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales

A finales de 2007, todos los bancos centrales accionistas del BPI habían pasado a ser miembros institucionales del Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales (IFC). Este Comité es un foro en el que los usuarios y compiladores de estadísticas, tanto si pertenecen a bancos centrales como si no, pueden debatir sobre asuntos estadísticos relacionados con la estabilidad económica, monetaria y financiera. El Comité está presidido por Jan Smets, Director del Banco Nacional de Bélgica.

En agosto de 2007, el IFC organizó diversas reuniones con motivo de la 56^a Sesión del Instituto Internacional de Estadística celebrada en Lisboa y en la que se debatieron asuntos como la contabilización de los pasivos por prestaciones de jubilación en las cuentas nacionales, las medidas de flujos y *stocks* en la contabilidad financiera, las estimaciones del producto y los precios de los servicios financieros, y las estadísticas sobre inversión de cartera. El IFC organizó además una serie de talleres regionales en la India, Argentina y Austria sobre el uso de encuestas por los bancos centrales, copatrocinados por sus respectivos bancos centrales y organizaciones regionales. En marzo de 2008, el IFC organizó en el FMI un taller titulado «Desafíos para mejorar la comparación mundial de las estadísticas de valores».

Las actas de las reuniones del IFC se publican en el *IFC Bulletin* y en la página del BPI en Internet. El Comité también ha emitido una serie de documentos de trabajo (*Working Papers*) elaborados por expertos de instituciones pertenecientes al Comité y también ajenos a la comunidad de bancos centrales.

Estadísticas financieras internacionales

El pasado ejercicio, 54 bancos centrales participaron en la séptima Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad en los Mercados de Divisas y de Derivados realizada por el BPI, que recoge el volumen de negociación diaria en los mercados de divisas y de derivados en abril de 2007, junto con las cantidades en circulación y los valores de mercado brutos a finales de junio. La mejora de los procesos de compilación permitió publicar los resultados en diciembre, tres meses antes de lo previsto.

Las oscilaciones que muestran las estadísticas trimestrales del BPI sobre la actividad transfronteriza bancaria y de emisión de valores y sus estadísticas semestrales sobre derivados extrabursátiles fueron especialmente significativas durante el reciente episodio de convulsión en los mercados financieros. Las estadísticas bancarias y de valores elaboradas por el BPI constituyen una importante fuente 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. Asimismo, la cooperación entre el BPI y la Unión Internacional de Aseguradores de Crédito e Inversiones (la Unión de Berna) ha añadido al JEDH nuevos datos sobre crédito al comercio desde comienzos de 2008.

En enero de 2008, 35 bancos centrales estuvieron representados en la reunión bienal del BPI de Expertos en Estadísticas Financieras Internacionales, donde se estudiaron aspectos metodológicos y organizativos de los diversos ejercicios de recopilación de datos patrocinados por el BPI. El pasado ejercicio, el Banco también buscó la cooperación de los bancos centrales de los países incluidos en sus estadísticas sobre títulos locales, con el fin de mejorar estos datos a partir de las propuestas contenidas en el informe del CGFS *Financial stability and local currency bond markets*.

Banco de Datos del BPI

Cuarenta y un bancos centrales accionistas participan en el Banco de Datos del BPI, el cual les permite intercambiar datos nacionales de forma periódica. En el pasado ejercicio, se perfeccionó sensiblemente la herramienta en línea que permite acceder al mismo, al tiempo que se amplió su cobertura con datos sobre sistemas de pago (publicados por el CPSS), el precio de la vivienda y las operaciones diarias de los bancos centrales en el mercado monetario.

Tecnología informática para estadísticas

La recopilación, compilación, análisis y difusión de los datos estadísticos requieren grandes cantidades de recursos, también en cuanto a tecnologías informáticas. En el marco de su programa plurianual para mejorar sus aplicaciones informáticas propias, el BPI ha puesto en marcha una nueva

herramienta para procesar sus estadísticas bancarias internacionales. También está estudiando cómo actualizar la aplicación informática en la que descansa su Banco de Datos y promover la integración de sus diversas bases de datos con las aplicaciones del usuario final. Asimismo, existe un proyecto en curso para mejorar la difusión de las estadísticas a través de la página del BPI en Internet.

El Banco trabaja en estrecha colaboración con los bancos centrales para mejorar las soluciones informáticas para el intercambio y procesamiento de datos y metadatos estadísticos. En concreto, contribuye activamente al *Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX)*, una iniciativa conjunta del BCE, Eurostat, FMI, OCDE, Naciones Unidas y el Banco Mundial. En febrero de 2008, la Comisión Estadística de las Naciones Unidas, en la que participan cerca de 130 países y 40 organizaciones internacionales, eligió el estándar SDMX como el preferente para el intercambio de datos y metadatos y recomendó su implementación a los organismos nacionales e internacionales dedicados a las estadísticas.

Puede accederse a los productos SDMX a través de su página *web* (www.sdmx.org), que incluyen:

- normas técnicas, aprobadas por la Organización Internacional de Normalización;
- orientaciones de contenido para el intercambio de datos y metadatos; y
- herramientas para su implementación, facilitadas por organizaciones patrocinadoras o por proveedores del sector privado.

Asimismo, esta página ofrece información sobre novedades relacionadas con el SDMX en un creciente número de ámbitos estadísticos.

Grupo de Expertos en Informática de los bancos centrales del G-10

El Grupo de Expertos en Informática (GCE) es un foro bianual en el que algunos de los principales bancos centrales comparten su experiencia técnica y organizativa en el campo informático. Asimismo, el Grupo de Trabajo sobre Asuntos de Seguridad (WPSI) también se reúne dos veces al año para tratar asuntos relacionados con la seguridad informática.

En junio de 2007, el GCE celebró su taller de trabajo trienal, el *Central Bank Information Technology Exchange (CBITX)*, esta vez bajo los auspicios de la Autoridad Monetaria de Singapur. Dicho encuentro estuvo precedido por un taller regional, auspiciado por el BPI, en el que participaron miembros del GCE y representantes del ámbito informático procedentes de bancos centrales regionales. La sesión inaugural y los posteriores debates permitieron compartir abiertamente opiniones sobre la gestión de conocimientos, los sistemas *chargeback*, el despliegue de aplicaciones en organizaciones de gran tamaño, la gestión de riesgos informáticos, las ventajas e inconvenientes entre construir aplicaciones y adquirirlas, y el soporte necesario para sistemas de gran disponibilidad.

En su reunión de noviembre, el GCE aprobó la creación de un grupo de trabajo para mejorar la planificación del contenido y el formato de futuros encuentros. Así, se crearán grupos especializados para profundizar en

aspectos de interés a largo plazo que podrán ser conjuntamente desarrollados y presentados en una serie de reuniones. En marzo de 2008, ante la creciente interacción entre la seguridad física y cibernética, se organizó un taller de trabajo conjunto entre el WPSI y los Jefes de Seguridad de los bancos centrales del G-10, en el que también participaron expertos en seguridad procedentes de otros importantes bancos centrales. Entre los temas debatidos destacan la gestión de la continuidad de la actividad, la administración de riesgos, y la organización y estrategia. En vista del éxito de este taller, ambos grupos barajarán la posibilidad de seguir cooperando en el futuro.

Cooperación con agrupaciones regionales de bancos centrales

El BPI coopera con agrupaciones regionales de bancos centrales principalmente para difundir sus estudios, análisis de políticas y estadísticas entre aquellos bancos centrales que no suelen participar en sus actividades cotidianas. A lo largo del pasado ejercicio, esta cooperación incluyó:

- dos seminarios sobre «Análisis e informes de estabilidad financiera», uno para bancos centrales de Europa central y oriental y la Comunidad de Estados Independientes en el Instituto Multilateral de Viena y otro para bancos centrales y agencias monetarias del GCC (*Gulf Cooperation Council*) en Riyadh, auspiciado por la Agencia Monetaria de Arabia Saudita (el BPI también ayudó a los Bancos Centrales del Sudeste Asiático, SEACEN, en la organización de un seminario sobre dicho asunto); y
- conferencias en el marco del programa *Masters in Banking and Finance* organizado por la CESAG (*Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion*) de Dakar.

En la primavera de 2007, se celebró en Yerevan (Armenia) la reunión anual del Grupo de Coordinadores de Cooperación Técnica y Capacitación, donde 50 representantes de 36 instituciones analizaron la reciente evolución de la cooperación técnica entre los bancos centrales e instituciones financieras internacionales participantes. Además, el Grupo patrocinó la organización de un encuentro de proveedores mundiales de cursos de formación, que tuvo lugar en el BPI en otoño de 2007 y al que asistieron representantes de 30 instituciones nacionales e internacionales, las cuales ofrecen prestigiosos programas internacionales de capacitación a bancos centrales. Los debates se centraron en las actividades de formación, sus aspectos organizativos y operativos, y los ámbitos de cooperación actuales y futuros.

Auditoría interna

Los auditores de los bancos centrales del G-10 se reúnen periódicamente para intercambiar experiencias y conocimientos en su campo de especialización y abordar nuevos problemas y desafíos. Los principales temas de debate suelen girar en torno a las normas internacionales de auditoría y a la constante necesidad de mejorar el control de los riesgos a los que se enfrentan los bancos centrales. Dos veces al año, la unidad de Auditoría Interna del BPI

organiza y auspicia las reuniones del Grupo de Trabajo del G-10 sobre Metodologías para Auditorías Informáticas.

En junio de 2007, el BPI participó en la 21^a Conferencia Plenaria Anual de Directores de Auditoría Interna del G-10, auspiciada por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, donde se analizaron asuntos como la información sobre controles internos que recibe el Consejo, la influencia de los aspectos culturales en la función de auditoría interna, la gestión de la continuidad de la actividad, los indicadores clave de rendimiento y el uso de modelos de riesgo.

La función de Auditoría Interna del BPI ha establecido redes de intercambio de información entre los jefes de auditoría interna de bancos centrales y autoridades monetarias de las regiones Asia-Pacífico y América Latina-Caribe. En octubre de 2007, organizó en Hong Kong RAE junto con la Oficina Asiática la quinta reunión del BPI de jefes de auditoría interna de bancos centrales de la región.

Servicios financieros del Banco

El alcance de los servicios financieros

El BPI ofrece una amplia gama de servicios financieros especialmente diseñados para ayudar a los bancos centrales y otras autoridades monetarias oficiales a gestionar sus reservas internacionales. Alrededor de 130 de estas instituciones, junto con algunas organizaciones internacionales, utilizan activamente nuestros servicios.

La seguridad y la liquidez son clave en nuestros servicios de intermediación crediticia, que se insertan en un riguroso marco interno de gestión del riesgo. De conformidad con las mejores prácticas, una función independiente de control de riesgos, que informa directamente al Director General Adjunto del BPI y en última instancia al Director General, supervisa los riesgos de crédito, de liquidez y de mercado. Asimismo, una Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional se encarga de controlar los riesgos relativos a la operativa del Banco.

Para dar respuesta a las variadas y cambiantes necesidades de los bancos centrales, el BPI ofrece un extenso conjunto de soluciones de inversión en cuanto a moneda de denominación, liquidez y vencimiento. Además de las inversiones tradicionales en el mercado monetario (como cuentas a la vista/con preaviso y depósitos a plazo fijo), el Banco ofrece dos instrumentos que se negocian (se compran y revenden) exclusivamente con él: la inversión en renta fija (FIXBIS) para vencimientos desde una semana hasta un año, y los instrumentos a medio plazo (MTI), para vencimientos entre uno 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.

El Banco realiza operaciones con oro y divisas por cuenta de sus clientes. En ocasiones, también concede créditos a corto plazo a los bancos centrales, normalmente garantizados, al tiempo que ejerce de fideicomisario y agente depositario de garantías (véase más adelante).

El BPI presta servicios de gestión para títulos soberanos o activos de elevada calificación, ya sea mediante un mandato para la gestión de una cartera concreta negociado directamente entre el BPI y un banco central o bien mediante una estructura de fondo abierto (BISIP) que permite a los clientes invertir en un conjunto común de activos. Los dos Fondos Asiáticos de Bonos administrados por el Banco (ABF1 y ABF2) se insertan en una estructura BISIP: el ABF1 está gestionado por el BPI y el ABF2 lo está por un grupo de gestores externos.

El Banco presta sus servicios financieros a través de dos salas de negociación conectadas entre sí, una situada en su sede de Basilea y la otra en su Oficina Asiática de Hong Kong RAE.

Operaciones financieras en 2007/08

En el entorno de convulsión financiera que comenzó en el verano de 2007, el Banco tuvo que enfrentarse a una mayor entrada de depósitos en un momento en el que la enorme alteración de las condiciones de mercado dificultaba su colocación rentable en los mercados financieros privados con un nivel de riesgo aceptable. Así pues, el BPI adoptó una serie de medidas activas en su negocio bancario y en su gestión de riesgos con el fin de hacer frente a dichos desafíos.

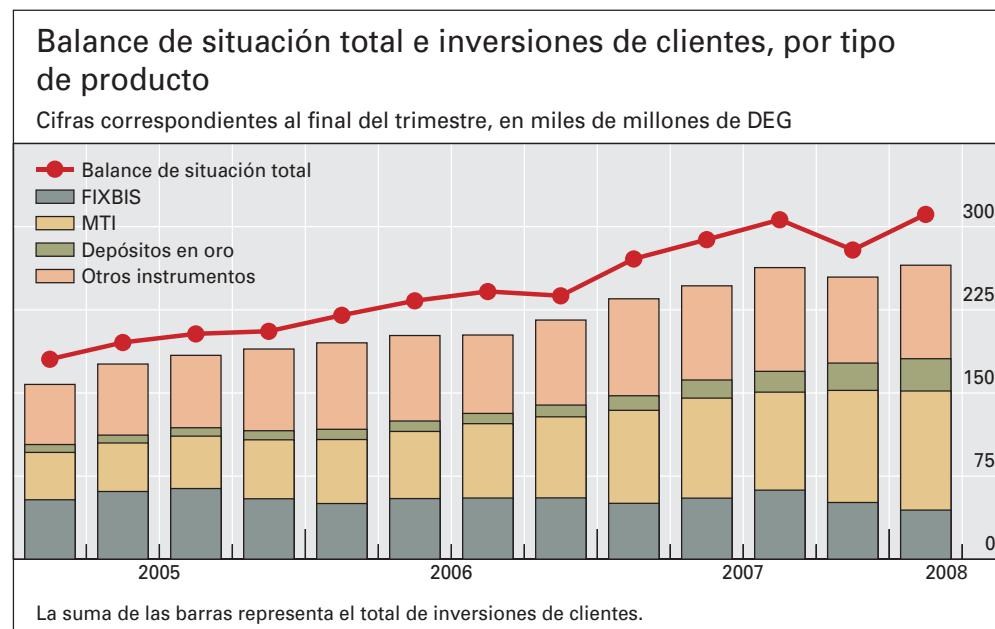
Algunas de estas medidas se diseñaron para frenar las entradas de depósitos, haciendo su rendimiento algo menos atractivo para los clientes. Como resultado de estas y otras medidas, el crecimiento de los depósitos en monedas del Banco se redujo hasta los 14.300 millones de DEG en 2007/08, frente al crecimiento anual medio de 35.600 millones de DEG registrado en los dos años anteriores. La proporción que representa el total de reservas de divisas oficiales mantenidas en el Banco se redujo ligeramente en 2007/08, desde el 6,2% hace un año hasta el 5,8% actual.

Por su parte, el crecimiento del balance total se moderó hasta los 40.200 millones de DEG (frente a los 50.800 millones del ejercicio anterior). Así pues, el balance de BPI a 31 de marzo de 2008 se situó en 311.100 millones de DEG.

Pasivo

El balance del BPI se compone principalmente de las inversiones de nuestros clientes, que conforman la mayor parte del pasivo total (véase el gráfico). A 31 de marzo de 2008, las colocaciones de clientes (excluidos acuerdos con pacto de recompra) alcanzaron los 265.200 millones de DEG, frente a los 234.900 millones al cierre del ejercicio anterior.

Aproximadamente el 89% de estas inversiones se denomina en diversas monedas y el resto corresponde a inversiones en oro. Los depósitos en monedas crecieron desde 221.800 millones de DEG hace un año hasta 236.100 millones de DEG a finales de marzo de 2008, lo que supone aproximadamente el 5,8% de las reservas mundiales de divisas totales, valoradas en 4,1 billones de DEG (3,6 billones de DEG a finales de marzo de 2007). Las inversiones denominadas en dólares de Estados Unidos



representaron el 66% del total, mientras que los fondos en euros alcanzaron el 20%. Los depósitos en oro se situaron en 29.100 millones de DEG al cierre del ejercicio, 16.000 millones de DEG más que en el ejercicio anterior.

El crecimiento de las inversiones en monedas de nuestros clientes obedeció principalmente al aumento del 64% y el 28% respectivamente de las cuentas a la vista y con preaviso y de los MTI, compensando así la caída del 33% de los depósitos a plazo fijo.

Por regiones, las colocaciones en el BPI durante el ejercicio muestran una evolución relativamente estable, siendo los clientes africanos y europeos los que detentan la mayor proporción.

Activo

La mayoría del activo del BPI se compone de inversiones en bancos comerciales internacionales de elevada calificación y en títulos de deuda pública o semipública, incluidos acuerdos con pacto de recompra inversa. Además, a 31 de marzo de 2008, el Banco contabilizaba 125 toneladas de oro fino, habiendo enajenado 25 de ellas a lo largo del ejercicio financiero. Sus posiciones crediticias se gestionan de manera muy conservadora, de tal manera que, al cierre del ejercicio la mayoría tenían calificación A- o superior (véase la Nota 3F de la sección «Gestión de riesgos» de los estados financieros).

En esa misma fecha, los depósitos en monedas y valores mantenidos por el Banco, incluidos los acuerdos con pacto de recompra inversa, alcanzaban los 266.600 millones de DEG, lo que supone un aumento con respecto a los 247.900 millones de DEG contabilizados al cierre del pasado ejercicio. La mayoría de estos fondos adicionales se invirtieron en acuerdos con pacto de recompra inversa garantizados con deuda pública, letras del Tesoro, y deuda pública y otros valores. Por su parte, los depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias se redujeron.

El BPI recurre a diversos instrumentos derivados con el fin de gestionar de forma más eficiente sus activos y pasivos (véase la Nota 8 a los estados financieros).

Funciones de agente y fideicomisario

Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales

El Banco continuó actuando durante el ejercicio como fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos *Dawes and Young* (para tener más información al respecto, véase el 63º *Informe Anual* de junio de 1993). Su agente de pagos, el *Deutsche Bundesbank*, notificó al BPI que en 2007 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 4,7 millones de euros para la amortización de bonos y el 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 50º *Informe Anual* de junio de 1980), que hizo extensiva a los bonos de consolidación 1990–2010.

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 2007/08, estos acuerdos de garantía incluyeron los correspondientes a los bonos peruanos (véase el 67º *Informe Anual* de junio de 1997) y los de Costa de Marfil (véase el 68º *Informe Anual* de junio de 1998).

Cuestiones institucionales y administrativas

La administración del Banco

Plan estratégico trienal

En 2007, la Dirección del Banco elaboró su primer Plan Estratégico Trienal, que abarca hasta marzo de 2011. El Plan, aprobado por el Consejo en noviembre de 2007, busca profundizar y ampliar las actividades clave que se enmarcan en el mandato establecido para el Banco mediante:

- el refuerzo de la labor del BPI en el fomento de la cooperación entre bancos centrales;
- la profundización del diálogo entre bancos centrales y supervisores financieros sobre asuntos de estabilidad financiera; y
- la mejora de los servicios bancarios que el BPI presta a los bancos centrales.

Política presupuestaria

La elaboración del presupuesto del Banco para el siguiente ejercicio financiero comienza aproximadamente seis meses antes, cuando la Alta Dirección del Banco establece su marco general de orientación empresarial y financiera.

En este contexto, cada unidad del Banco presenta sus planes y sus correspondientes necesidades de recursos. El proceso para conciliar los planes de negocio, los objetivos y los recursos culmina con la elaboración de un presupuesto financiero preliminar, que deberá ser aprobado por el Consejo antes de que comience el ejercicio.

En la elaboración del presupuesto, se distingue entre gastos administrativos y gastos de capital. Al igual que en otras organizaciones similares, los gastos de personal y de la dirección del BPI, incluyendo remuneraciones, pensiones y seguros de salud y accidente, suponen cerca del 70% de los costos administrativos. El gasto de capital hace referencia principalmente a la inversión en edificios e informática, pudiendo variar significativamente de año en año. La mayoría del gasto administrativo y de capital del Banco se realiza en francos suizos.

Los gastos administrativos antes de amortización durante el ejercicio financiero 2007/08 alcanzaron los 233,1 millones de francos suizos, un 2,4% por debajo de la cantidad presupuestada de 238,8 millones de francos suizos¹, mientras que el gasto de capital ascendió a 24,0 millones de francos suizos, aproximadamente 0,7 millones menos de lo presupuestado.

Ambas partidas reflejaron las prioridades del presupuesto 2007/08, en concreto reforzar la capacidad de reacción del Banco y mejorar sus controles financieros, en concreto:

- mejorar la información y el control financieros tanto en la Secretaría General como en el *back office* y las funciones de apoyo del Departamento Bancario. Esta iniciativa se suma a los avances realizados en años anteriores en las funciones de gestión de riesgos, auditoría interna y cumplimiento; y
- planear mecanismos mejorados para la continuidad de la actividad en una ubicación europea alejada de Basilea a partir del ejercicio 2008/09.

Además de estos objetivos, el Banco siguió trabajando en las siguientes iniciativas para satisfacer las necesidades de sus bancos centrales accionistas:

- ampliar sus servicios para estrechar la relación con sus accionistas en la región Asia-Pacífico, continuando con su programa trienal de estudio sobre políticas orientado a los sectores monetario y financiero de Asia, que se inició en septiembre de 2006;
- implementar los resultados de la revisión de actividades llevada a cabo en 2005/06, donde se identificaban una serie de ámbitos susceptibles de mejorar la eficiencia del BPI. Dicha implementación ya ha permitido reducir costes administrativos en Basilea (y continuará haciéndolo en los próximos años), aumentando así los recursos para mejorar los servicios que el Banco presta a los bancos centrales; y

¹ La contabilidad presupuestaria del Banco excluye determinados ajustes contables financieros, en su mayoría relacionados con obligaciones de desembolso por prestaciones de jubilación, que tienen en cuenta la evolución de los mercados financieros y de los supuestos actuariales. Estos factores adicionales se incluyen en «Gastos de operación» de la Cuenta de pérdidas y ganancias (véase «Resultado financiero y distribución del beneficio»).

- reforzar la seguridad física de sus edificios, renovar sus salas de reunión en su Torre de Basilea y modernizar sus instalaciones deportivas.

Política retributiva

El trabajo que realiza el personal del BPI se evalúa mediante una serie de criterios objetivos (como la titulación, la experiencia y las responsabilidades) y se clasifica en distintas categorías laborales, que se insertan en una estructura salarial por bandas. Cada tres años, se realiza un exhaustivo estudio en el que se compara la estructura salarial del BPI con la de instituciones o segmentos de mercado equiparables. Al comparar los sueldos del BPI con los de las instituciones de referencia, el Banco se sitúa en la mitad superior del espectro, con el fin de atraer a profesionales altamente cualificados. Este análisis tiene en cuenta las diferencias tributarias en la retribución del personal de las instituciones encuestadas. La encuesta más reciente, realizada en el segundo semestre de 2007, resultará en un reajuste de los puntos medios de las bandas salariales del Banco, con efectos a partir del 1 de julio de 2008, para alinearlos con las de las instituciones analizadas.

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 ponderado de los salarios reales en los países del G-10. En julio de 2007, la estructura retributiva del BPI se incrementó de este modo un 2,9% en términos nominales. La retribución de cada empleado se ajusta dentro de los límites de su categoría salarial en función de su rendimiento.

El BPI ofrece a sus empleados un seguro médico y un plan de pensiones de prestaciones definidas, ambos contributivos. El personal extranjero no residente en Suiza en el momento de ser contratado para ocupar un puesto en la sede del Banco, incluidos los altos cargos, tiene derecho a una asignación por desplazamiento, que en la actualidad equivale al 14% de su salario anual para empleados no casados o al 18% para el resto, sujeto a un máximo. El personal desplazado también tiene derecho a percibir una asignación para la educación de sus hijos sujeto a una serie de condiciones². En cuanto a los empleados de las Oficinas de Representación del Banco, se distingue entre los miembros del personal transferidos desde la sede de Basilea y aquéllos contratados directamente para ocupar un puesto en ellas. Las condiciones laborales de los primeros vienen determinadas por la política del Banco para misiones internacionales, mientras que la retribución y prestaciones de los segundos se ajustan a las condiciones del mercado local, si bien éstos tienen derecho al mismo seguro de salud y a los mismos planes de jubilación que el personal contratado para trabajar en la sede del Banco.

Los salarios de los altos cargos del BPI se comparan periódicamente con los de instituciones o segmentos de mercado equiparables. Al igual que para el resto de empleados, la encuesta más reciente sobre retribución de directivos se realizó en el segundo semestre de 2007 y sus resultados confirmaron la adecuación de su práctica actual de ajustar anualmente sus sueldos por la tasa de inflación de Suiza.

² Algunos miembros del personal que comenzaron a trabajar en el Banco antes de 1997 reciben una asignación por desplazamiento del 25%, pero no reciben la asignación por educación.

A 1 de julio de 2007, la remuneración anual de los principales directivos, antes de la asignación por desplazamiento, se basa en la siguiente estructura salarial:

- | | |
|---------------------------------|------------------------|
| • Director General ³ | 734.990 francos suizos |
| • Director General Adjunto | 621.910 francos suizos |
| • Jefes de Departamento | 565.380 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 2008, la remuneración anual fija que percibe el Consejo de Administración en su conjunto ascendía a 992.760 francos suizos. Además, los miembros del Consejo reciben un estipendio por cada reunión del Consejo a la que asisten. Suponiendo que todos los consejeros estuvieran presentes en todas las reuniones del Consejo, el total anual de estos estipendios sería de 921.120 francos suizos.

Resultado financiero y distribución del beneficio

Resultado financiero

Antecedentes

Los resultados financieros del Banco en su 78º ejercicio financiero (2007/08) se enmarcan en un trasfondo de turbulencias en los mercados financieros mundiales en los que opera. El periodo se caracterizó por un marcado aumento de la incertidumbre en torno a la solvencia de las contrapartes, un incremento de los diferenciales de rendimiento y una sustancial volatilidad en los precios de mercado. En estas condiciones, se produjo una «huída hacia la calidad» que elevó sustancialmente los valores de mercado de la deuda pública y el precio del oro.

Ante la volatilidad de las valoraciones del mercado y el incremento de depósitos que produjo dicha huída, el Banco tuvo que hacer frente al doble reto de moderar las entradas de depósitos y seguir invirtiendo de manera rentable sus recursos ajenos, manteniendo en todo momento un perfil de riesgo conservador. Así pues, la Dirección del Banco amplió los diferenciales por debajo del Libor en los intereses que abona a los bancos centrales clientes en sus principales tipos de instrumentos. Esta medida se aplicó de forma progresiva, teniendo en cuenta en todo momento la evolución de los mercados. Al mismo tiempo, también se tomaron medidas para reducir su exposición al riesgo de crédito frente a bancos comerciales, aumentando simultáneamente su inversión en títulos de deuda pública y préstamos garantizados al sector bancario en forma de acuerdos con pacto de recompra inversa. De este modo, el Banco consiguió contener el crecimiento de sus depósitos durante el resto del ejercicio y preservar así su rentabilidad subyacente.

³ Además del salario base, el Director General recibe una asignación anual en concepto de representación y goza de derechos de jubilación especiales.

Aspectos más destacados

Como resultado de todo lo anterior:

- se ampliaron los márgenes de intereses en base devengada de los fondos tomados en préstamo por el Banco;
- se produjeron pérdidas de valoración no realizadas en los bonos de las carteras crediticias del Banco de los fondos tomados en préstamo, al ampliarse los diferentes de rendimiento frente al Libor;
- también se produjeron pérdidas de valoración no realizadas por el incremento del valor razonable del pasivo del Banco, al ampliarse los diferenciales de intereses por debajo del Libor que abona el Banco;
- el Banco obtuvo sustanciales ganancias realizadas y no realizadas en la inversión de sus fondos propios al apreciarse el precio del oro y el valor de mercado de los títulos de deuda pública.

Todos estos factores produjeron:

- una reducción del beneficio neto del Banco (-12,0%) y de su beneficio de operación (-49,9%) en comparación con 2006/07⁴. Si el Banco no hubiera cambiado sus criterios contables introduciendo la valoración al precio comprador-vendedor, la reducción del beneficio neto habría sido del 3,1% y la del beneficio de operación del 37,7%;
- el incremento del patrimonio del Banco en 1.011 millones de DEG durante 2007/08, frente a los 552 millones de DEG del ejercicio anterior;
- un aumento significativo de la rentabilidad sobre recursos propios hasta el 9,1% en 2007/08, frente al 5,8% en 2006/07.

Análisis detallado (véase Cuenta de pérdidas y ganancias)

Los ingresos netos por intereses devengados ascendieron a 973,4 millones de DEG en el ejercicio 2007/08, un 57,8% por encima de los 616,8 millones de DEG del ejercicio anterior. Este incremento obedeció principalmente a los mayores márgenes por intereses devengados debido a la ampliación de los diferenciales por encima del Libor que el Banco recibió por sus activos ponderados por riesgo y a los mayores diferenciales por debajo del Libor que pagó sobre sus pasivos, tras las decisiones de la Dirección del Banco antes mencionadas.

Las diferencias netas de valoración produjeron una pérdida de 478,7 millones de DEG en 2007/08, en comparación con el beneficio de 63,3 millones de DEG del ejercicio anterior⁵. De esta pérdida, 362,4 millones

⁴ Parte de la reducción del beneficio de operación en 2007/08 se produjo por la adopción del criterio de valoración al precio comprador-vendedor, de conformidad con las prácticas contables de aceptación general.

⁵ En virtud de los criterios contables del Banco en vigor desde 2003, todos los instrumentos financieros pertenecientes a su cartera de fondos tomados en préstamo se contabilizan por su valor razonable, y los cambios en dicho valor se llevan a la Cuenta de pérdidas y ganancias. El Banco actúa como creador de mercado para algunos de sus pasivos por depósitos en monedas y como consecuencia registra pérdidas y ganancias realizadas sobre ellos. El riesgo de mercado inherente a estas actividades se gestiona sobre la base del valor razonable general, combinando todos los activos, pasivos y derivados relevantes de las carteras bancarias de fondos en préstamo. En condiciones normales de mercado en las que los diferenciales de rendimiento son relativamente estables, las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas de los pasivos por depósitos en monedas se compensan con aquellas de los activos y derivados relacionados, o de otros pasivos por depósitos en monedas.

de DEG pueden atribuirse a la pérdida de valoración no realizada por la ampliación de los diferenciales crediticios frente al Libor, que redujeron el valor razonable de los bonos de las carteras crediticias del Banco. Dicha pérdida no realizada equivale aproximadamente al 1% del valor de estas carteras (36.000 millones de DEG), que se invierten en instrumentos financieros de gran calidad. Dado que el Banco suele mantener estas inversiones hasta que vencen, la mayoría de estas pérdidas por valoración no realizadas se recuperarán durante el periodo que resta hasta su vencimiento en los próximos dos o tres años. El resto de la pérdida (116,3 millones de DEG) puede atribuirse a la ampliación de los diferenciales por debajo del Libor, que elevó el valor razonable de los pasivos por depósitos del Banco. La mayor parte de esta pérdida de valoración también se recuperará a lo largo de los dos próximos ejercicios. En conjunto, estos dos tipos de pérdidas no realizadas en 2007/08 tendrán un gran efecto dinamizador positivo sobre el beneficio de operación del Banco en los próximos dos años y medio.

En 2007/08, se produjo una diferencia de cambio neta negativa de 9,5 millones de DEG atribuible al impacto que tuvo la apreciación del franco suizo frente al DEG sobre el pasivo neto del Banco en dicha moneda. En 2006/07 se produjo una pequeña diferencia de cambio neta positiva por valor de 0,9 millones de DEG.

Los gastos de operación (véase la Nota 26 a los estados financieros) ascendieron a 154,5 millones de DEG, un 3,1% más que el ejercicio anterior (149,8 millones de DEG). Los gastos de administración antes de amortización fueron de 141,9 millones de DEG, un 3,4% por encima de los 137,8 millones de DEG del pasado ejercicio. El cargo por amortización de 12,6 millones de DEG fue ligeramente superior al del ejercicio previo.

Como resultado de todo lo anterior, el beneficio de operación antes del cambio de criterios contables para introducir la valoración de los instrumentos financieros al precio comprador-vendedor, que refleja el beneficio obtenido por el Banco en su actividad diaria en los mismos términos que en ejercicios anteriores, ascendió a 331,5 millones de DEG, un 37,7% menos que para 2006/07 (532,5 millones de DEG).

El cambio de criterios contables en favor de la valoración de instrumentos financieros al precio comprador-vendedor produjo un cargo contra beneficios de 75,0 millones de DEG, debido principalmente a la ampliación de los diferenciales de venta sobre los pasivos del Banco en concepto de MTI. El cargo equivalente en el ejercicio anterior fue de 20,2 millones de DEG. Como consecuencia de este cambio de criterios, los pasivos financieros del Banco se valoran ahora a su precio vendedor y sus activos financieros al precio comprador.

Aplicando este cambio contable, el beneficio de operación del Banco ascendió a 256,5 millones de DEG, un 49,9% menos que un año antes (512,3 millones de DEG).

La venta de valores de inversión produjo una pérdida neta de 5,1 millones de DEG durante el ejercicio financiero, debido a la 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 más bajas.

En 2006/07, la venta de títulos de inversión reportó una pérdida neta de 27,0 millones de DEG.

La ganancia realizada de 293,3 millones de DEG por la venta de activos de inversión en oro durante 2007/08 se produjo por la venta de 25 de las 150 toneladas de oro que poseía el Banco a 31 de marzo de 2007. En 2006/07, la venta de 15 toneladas de oro reportó una ganancia inferior (133,9 millones de DEG), a causa de los precios más bajos que prevalecían entonces.

Todos estos factores han hecho que el beneficio neto del Banco en su 78º ejercicio financiero sea de 544,7 millones de DEG, un 12,0% por debajo de los 619,2 millones de DEG registrados en 2006/07, que se han reajustado para reflejar el cambio de criterios contables antes descrito. Si no se hubiera realizado dicho cambio para introducir la valoración al precio comprador-vendedor, el beneficio neto para 2007/08 habría sido de 619,7 millones de DEG, un 3,1% menos que la cifra equivalente del ejercicio anterior (639,4 millones de DEG).

Además de las partidas recogidas en la Cuenta de pérdidas y ganancias, las pérdidas y ganancias no realizadas del Banco por la inversión de su oro propio y de valores de inversión se contabilizan respectivamente en la cuenta de nueva valoración del oro y en la cuenta de nueva valoración de títulos, que forman parte del patrimonio del Banco.

Esta última cuenta creció en 352,5 millones de DEG por las ganancias no realizadas procedentes de los títulos de inversión (+347,4 millones de DEG) y de la transferencia de pérdidas realizadas (+5,1 millones de DEG) desde la Cuenta de pérdidas y ganancias.

La cuenta de nueva valoración del oro también aumentó en 252,8 millones de DEG, gracias a las ganancias no realizadas de 546,1 millones de DEG que produjo el impacto de la apreciación del precio del oro sobre las tenencias propias de oro del Banco en 2007/08. De esta cantidad, 293,3 millones de DEG se transfirieron a la Cuenta de pérdidas y ganancias, al corresponder a ganancias realizadas por la venta de activos de inversión en oro.

Añadiendo estas ganancias, el rendimiento total⁶ del Banco fue de 1.150,0 millones de DEG, lo que supone el 9,1% de su patrimonio medio (12.586 millones de DEG). En 2006/07 el rendimiento total fue de 684,8 millones de DEG y el rendimiento sobre el patrimonio medio (11.860 millones de DEG) fue del 5,8%. Considerando el pago del dividendo de 2006/07 y el cambio de criterios contables en favor del precio comprador-vendedor, el patrimonio del Banco creció en 1.010,7 millones, frente a los 552,4 millones de DEG que creció en 2006/07.

Propuesta de reparto 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 una

⁶ El rendimiento total se muestra en los estados financieros como «Total de ingresos reconocidos» en el cuadro titulado «Evolución del patrimonio del Banco».

rentabilidad adecuada y sostenible con sus acciones del BPI. El Consejo concluyó que el sistema empleado hasta entonces de aumentar anualmente el dividendo en 10 DEG seguía siendo coherente con dichas consideraciones. En virtud de este sistema, el dividendo pasó de 235 DEG por acción en 2004/05 a 255 DEG por acción en 2006/07. El Consejo decidió asimismo reexaminar la política de dividendos del Banco cada dos o tres años, teniendo en cuenta cualquier cambio de circunstancias en caso necesario. La próxima revisión del dividendo, prevista en principio para 2007/08, se realizará en el ejercicio 2008/09. Teniendo en consideración los acontecimientos de 2007/08 antes descritos, el Consejo propone que el dividendo para dicho ejercicio vuelva a incrementarse en 10 DEG hasta los 265 DEG por acción.

Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio

En virtud del Artículo 51 de los Estatutos, el Consejo de Administración recomienda que el beneficio neto de 544,7 millones de DEG del ejercicio financiero 2007/08 sea distribuido por la Asamblea General de la siguiente manera:

1. 144,7 millones de DEG para el pago de un dividendo de 265 DEG por acción;
2. 40,0 millones de DEG al fondo de reserva general⁷;
3. 6,0 millones de DEG al fondo de reserva especial para dividendos; y
4. 354,0 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 del Banco.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco será pagadero el 3 de julio de 2008 a los accionistas cuyos nombres consten en el registro del Banco a 31 de marzo de 2008; 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 265 DEG por acción propuesto para 2007/08 representa un aumento del 3,9% con respecto al ejercicio anterior.

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 2008. No se abonará ningún dividendo a estas acciones propias.

⁷ Dado que el fondo de reserva general cuadruplicó el capital desembolsado por el Banco a 31 de marzo de 2007, en virtud del Artículo 51 de los Estatutos del Banco ha de transferirse a dicho fondo el 10% del beneficio tras la distribución del dividendo, hasta que su saldo sea el quíntuplo del capital desembolsado.

Distribución de la reducción de las reservas estatutarias del Banco a 31 de marzo de 2007

La introducción de nuevos criterios contables para la valoración de los instrumentos financieros del Banco al precio comprador-vendedor ha reducido las reservas estatutarias del Banco a 31 de marzo de 2007 en 71,3 millones de DEG, de los que 20,2 millones corresponden al ejercicio financiero 2006/07 y 51,1 millones a ejercicios previos. El Consejo de Administración recomienda que este descenso quede reflejado en una reducción del fondo de reserva libre del Banco por valor de 20,2 millones de DEG para 2006/07 y de 51,1 millones para los ejercicios previos.

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 2008 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a esa fecha. Dicho informe figura inmediatamente después de los estados financieros.

Consejo de Administración

Jean-Pierre Roth, Zúrich
Presidente del Consejo de Administración

Hans Tietmeyer, Fráncfort del Meno
Vicepresidente

Ben S. Bernanke, Washington
Mark Carney, Ottawa
Mario Draghi, Roma
Timothy F. Geithner, Nueva York
Lord George, Londres
Stefan Ingves, Estocolmo
Mervyn King, Londres
Jean-Pierre Landau, París
Christian Noyer, París
Guillermo Ortiz, Ciudad de México
Guy Quaden, Bruselas
Fabrizio Saccomanni, Roma
Masaaki Shirakawa, Tokio
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
Pierre Jaitte o Michel Cardona, París
Donald L. Kohn o D. Nathan Sheets, Washington
Peter Praet o Jan Smets, Bruselas
Hermann Reinsperger o Wolfgang Mörke, Fráncfort del Meno
Paul Tucker o Paul Fisher, Londres

Comités del Consejo de Administración

Comité Administrativo, presidido por Hans Tietmeyer
Comité de Auditoría, presidido por Christian Noyer
Comité Bancario y de Gestión de Riesgos, presidido por Stefan Ingves
Comité de Nombramientos, presidido por Jean-Pierre Roth

Alta Dirección del Banco

Malcolm D. Knight	Director General
Hervé Hannoun	Director General Adjunto
Peter Dittus	Secretario General, Jefe de Departamento
William R. White	Asesor Económico, Jefe del Departamento Monetario y Económico
Günter Pleines	Jefe del Departamento Bancario
Daniel Lefort	Asesor Jurídico General
Már Guðmundsson	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

Christian Noyer, Gobernador del Banco de Francia, nombró mediante carta con fecha 20 de julio de 2007 a Jean-Pierre Landau, Subgobernador Segundo del Banco de Francia, como miembro del Consejo de Administración del BPI para un mandato de tres años, desde el 1 de septiembre de 2007 hasta el 31 de agosto de 2010.

El 31 de enero de 2008, David Dodge abandonó sus funciones como Gobernador del Banco de Canadá, dejando así vacante su puesto de consejero. En su reunión de marzo de 2008, el Consejo eligió como nuevo miembro a Mark Carney, el nuevo Gobernador del Banco de Canadá y sucesor de David Dodge, para el resto del mandado de Dodge que concluye el 12 de septiembre de 2009.

En dicha reunión, Stefan Ingves, Gobernador del *Sveriges Riksbank*, fue reelegido Presidente del Consejo de Administración del BPI por un periodo de tres años hasta el 31 de marzo de 2011.

Toshihiko Fukui abandonó sus funciones como Gobernador del Banco de Japón el 19 de marzo de 2008, dejando así vacante su puesto de consejero. En su reunión de mayo de 2008, el Consejo eligió como nuevo miembro a Masaaki Shirakawa, sucesor de Fukui al frente del Banco de Japón, para el resto del mandado de Fukui, que concluye el 12 de septiembre de 2009.

En su carta del 4 de abril de 2008, Mervyn King, Gobernador del Banco de Inglaterra, volvió a designar a Lord George como miembro del Consejo de Administración por un periodo de tres años, hasta el 6 de mayo de 2011.

En su reunión de mayo de 2007, el Consejo amplió el nombramiento de Malcolm D. Knight como Director General y Consejero Delegado del BPI desde la fecha originalmente estipulada como fin de su mandato quinquenal (31 de marzo de 2008) hasta el 30 de junio de 2009.

En su reunión de marzo de 2008, el Consejo nombró a Stephen G. Cecchetti como sucesor de William R. White en el cargo de Asesor Económico y Jefe del Departamento Monetario y Económico del BPI para un mandato de cinco años desde el 1 de julio de 2008.

Bancos centrales miembros del BPI⁸

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	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)	

⁸ 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 a la República Federal de Yugoslavia en el Estado 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 2008

Los estados financieros que figuran en las páginas 218 a 275, correspondientes al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008, fueron aprobados el 5 de mayo de 2008 para su presentación en la Asamblea General Anual que se celebrará el 30 de junio de ese año. 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.

Jean-Pierre Roth
Presidente

Malcolm D. Knight
Director General

Balance de situación

a 31 de marzo de 2008

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2008	2007 – cifras reajustadas
Activo			
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos			
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	4	36,8	92,4
Oro y depósitos en oro	5	31.537,7	15.457,6
Letras del Tesoro	6	50.736,9	43.159,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	6	91.884,6	61.189,8
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	7	62.095,9	91.233,8
Deuda pública y otros valores	6	61.918,5	52.244,0
Instrumentos financieros derivados	8	7.426,4	1.850,8
Cuentas a cobrar	9	5.311,8	5.473,6
Terrenos, edificios y equipamiento	10	190,4	188,0
Total del activo		311.139,0	270.889,3
Pasivo			
Depósitos en monedas			
Depósitos en monedas	11	236.120,9	221.798,7
Depósitos en oro			
Depósitos en oro	12	29.101,4	13.134,9
Títulos vendidos con pacto de recompra			
Títulos vendidos con pacto de recompra	13	1.894,1	1.062,5
Instrumentos financieros derivados			
Instrumentos financieros derivados	8	6.227,7	2.843,0
Cuentas a pagar			
Cuentas a pagar	14	24.365,4	19.584,1
Otros pasivos			
Otros pasivos	15	326,5	373,8
Total del pasivo		298.036,0	258.797,0
Patrimonio neto			
Capital en acciones			
Capital en acciones	16	683,9	683,9
Reservas estatutarias			
Reservas estatutarias	17	9.967,3	9.487,4
Cuenta de pérdidas y ganancias			
Cuenta de pérdidas y ganancias		544,7	619,2
a deducir: Acciones propias en cartera			
a deducir: Acciones propias en cartera	18	(1,7)	(1,7)
Otras partidas de patrimonio			
Otras partidas de patrimonio	19	1.908,8	1.303,5
Total de patrimonio neto		13.103,0	12.092,3
Total de pasivo y patrimonio neto		311.139,0	270.889,3

Cuenta de pérdidas y ganancias

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2008	2007 – cifras reajustadas
Ingresaos por intereses	21	11.181,2	8.858,0
Gastos por intereses	22	(10.207,8)	(8.241,2)
Resultado neto por intereses		973,4	616,8
Diferencia neta de valoración (excl. efecto de valoración al precio comprador-vendedor)	23	(478,7)	63,3
Resultado neto por intereses y valoración		494,7	680,1
Ingresaos netos por honorarios y comisiones	24	0,8	1,3
Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)	25	(9,5)	0,9
Ingresaos totales de operación		486,0	682,3
Gastos de operación	26	(154,5)	(149,8)
Beneficio de operación previo al cambio de criterios contables		331,5	532,5
Introducción de la valoración de instrumentos financieros al precio comprador-vendedor	23	(75,0)	(20,2)
Beneficio de operación		256,5	512,3
Pérdida neta por venta de títulos disponibles para la venta	27	(5,1)	(27,0)
Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro	28	293,3	133,9
Beneficio neto del ejercicio financiero		544,7	619,2
Ganancia por acción básica y diluida (en DEG por acción)	29	997,4	1.133,8

Estado de flujo de efectivo

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2008	2007 – cifras reajustadas
Flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades de operación			
Ingresos por intereses y similares		11.665,4	8.260,0
Gastos por intereses y similares		(10.118,3)	(7.824,7)
Ingresos netos por honorarios y comisiones		0,8	1,3
Ingresos por transacciones en moneda extranjera		4,5	6,7
Gastos de operación		(141,9)	(138,1)
Partidas distintas de flujos de efectivo incluidas en el beneficio de operación			
Diferencias de valoración del activo y pasivo de operación		(553,7)	43,1
Pérdida por conversión de moneda extranjera		(14,0)	(5,8)
Cambios de devengo y amortización		(573,7)	181,8
Oscilación de activos y pasivos de operación			
Pasivos por depósitos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados		(1.445,5)	36.228,9
Activos bancarios en monedas		(13.174,8)	(39.233,1)
Pasivos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso		15.966,5	2.106,3
Pasivos por depósitos en oro		15.842,8	3.899,3
Activos bancarios en oro y en forma de depósitos en oro		(15.961,7)	(4.063,0)
Cuentas a cobrar		13,4	(15,8)
Otros pasivos/cuentas a pagar		(46,9)	205,6
Instrumentos financieros derivados netos		(2.190,9)	254,1
Flujo de efectivo utilizado en actividades de operación		(728,0)	(93,4)
Flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades de inversión			
Variación neta de activos de inversión en monedas disponibles para la venta	6B	(1.479,4)	105,5
Variación neta de activos de inversión en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados		(9,3)	(548,9)
Títulos vendidos con pacto de recompra		831,6	(159,9)
Variación neta de activos de inversión en oro	5B	245,0	208,4
Adquisición neta de terrenos, edificios y equipamiento	10	(15,0)	(11,6)
Flujo de efectivo neto utilizado en actividades de inversión		(427,1)	(406,5)

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2008	2007 – cifras reajustadas
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiación			
Reparto de dividendos		(139,3)	(132,4)
Recompra de acciones en 2001 – pagos a antiguos accionistas		(0,5)	(1,3)
Flujo de efectivo neto utilizado en actividades de financiación		(139,8)	(133,7)
Total flujo de efectivo neto		(1.294,9)	(633,6)
Impacto neto de las fluctuaciones del tipo de cambio en el efectivo y equivalentes al efectivo		101,0	(85,8)
Variación neta del efectivo y equivalentes al efectivo		(1.395,9)	(547,8)
Disminución neta del efectivo y equivalentes al efectivo		(1.294,9)	(633,6)
Efectivo y equivalentes al efectivo, al inicio del ejercicio	30	2.231,0	2.864,6
Efectivo y equivalentes al efectivo, al cierre del ejercicio	30	936,1	2.231,0

Evolución del patrimonio neto del Banco

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008

<i>En millones de DEG</i>	Notas	Capital en acciones	Reservas estatutarias	Pérdidas y ganancias	Acciones propias en cartera	Otras partidas de patrimonio	Total de patrimonio neto
Patrimonio neto a 31 de marzo de 2006 – cifras originales		683,9	9.071,7	599,2	(1,7)	1.237,9	11.591,0
Introducción de la valoración de instrumentos financieros al precio comprador-vendedor – propuesta de transferencia desde reservas	3	–	(51,1)	–	–	–	(51,1)
Patrimonio neto a 31 de marzo de 2006 – cifras reajustadas		683,9	9.020,6	599,2	(1,7)	1.237,9	11.539,9
Ingresos:							
Beneficio neto de 2006/07		–	–	639,4	–	–	639,4
Cambio de criterios contables: introducción de la valoración de instrumentos financieros al precio comprador-vendedor	3	–	–	(20,2)	–	–	(20,2)
Beneficio neto de 2006/07 – cifras reajustadas		–	–	619,2	–	–	619,2
Diferencias netas de valoración de los activos de inversión en oro	19B	–	–	–	–	41,8	41,8
Diferencias netas de valoración de los títulos disponibles para la venta	19A	–	–	–	–	23,8	23,8
Total de ingresos reconocidos		–	–	619,2	–	65,6	684,8
Pago del dividendo 2005/06		–	–	(132,4)	–	–	(132,4)
Distribución del beneficio 2005/06		–	466,8	(466,8)	–	–	–
Patrimonio neto a 31 de marzo de 2007 – cifras reajustadas		683,9	9.487,4	619,2	(1,7)	1.303,5	12.092,3

<i>En millones de DEG</i>	<i>Notas</i>	Capital en acciones	Reservas estatutarias	Pérdidas y ganancias	Acciones propias en cartera	Otras partidas de patrimonio	Total de patrimonio neto
Patrimonio neto a 31 de marzo de 2007 – cifras reajustadas		683,9	9.487,4	619,2	(1,7)	1.303,5	12.092,3
Ingresos:							
Beneficio neto de 2007/08		–	–	544,7	–	–	544,7
Diferencias netas de valoración de los activos de inversión en oro	19B	–	–	–	–	252,8	252,8
Diferencias netas de valoración de los títulos disponibles para la venta	19A	–	–	–	–	352,5	352,5
Total de ingresos reconocidos		–	–	544,7	–	605,3	1.150,0
Pago del dividendo 2006/07		–	–	(139,3)	–	–	(139,3)
Distribución del beneficio 2006/07		–	500,1	(500,1)	–	–	–
Introducción de la valoración de instrumentos financieros al precio comprador-vendedor – propuesta de transferencia desde reservas	3	–	(20,2)	20,2	–	–	–
Patrimonio neto a 31 de marzo de 2008, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		683,9	9.967,3	544,7	(1,7)	1.908,8	13.103,0
Propuesta de reparto de dividendos		–	–	(144,7)	–	–	(144,7)
Propuesta de transferencias a reservas		–	400,0	(400,0)	–	–	–
Patrimonio neto a 31 de marzo de 2008, tras la propuesta de distribución del beneficio		683,9	10.367,3	–	(1,7)	1.908,8	12.958,3

A 31 de marzo de 2008, las reservas estatutarias incluían primas de emisión por valor de 811,7 millones de DEG (2007: 811,7 millones de DEG).

Propuesta de distribución del beneficio

del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008

<i>En millones de DEG</i>	<i>Notas</i>	2008
Beneficio neto del ejercicio financiero		544,7
Transferencia al fondo de reserva legal	17	–
Propuesta de reparto de dividendo:		
265 DEG por acción para 546.125 acciones		(144,7)
Propuesta de transferencia a reservas:		
Fondo de reserva general	17	(40,0)
Fondo de reserva especial para dividendos	17	(6,0)
Fondo de reserva libre	17	(354,0)
Saldo tras 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 2008

<i>En millones de DEG</i>	<i>Notas</i>	2008				
		Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva libre	Total de reservas estatutarias
Saldo a 31 de marzo de 2007		68,3	2.959,8	142,0	6.368,4	9.538,5
Distribución del beneficio 2006/07	17	–	50,0	6,0	444,1	500,1
Cambio de criterios contables:						
Impacto de la introducción de la valoración de instrumentos financieros al precio comprador-vendedor – propuesta de reducción de reservas para:						
– ejercicios financieros previos a 2006/07	3	–	–	–	(51,1)	(51,1)
– 2006/07	3	–	–	–	(20,2)	(20,2)
Saldo a 31 de marzo de 2008, según Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		68,3	3.009,8	148,0	6.741,2	9.967,3
Propuesta de transferencia a reservas	17	–	40,0	6,0	354,0	400,0
Saldo a 31 de marzo de 2008 tras la propuesta de distribución del beneficio		68,3	3.049,8	154,0	7.095,2	10.367,3

Criterios contables

Los criterios contables descritos a continuación se han aplicado a los dos ejercicios financieros aquí recogidos, salvo indicación en contrario.

1. Ámbito de los estados financieros

Los estados financieros aquí recogidos abarcan activos y pasivos controlados por el Banco que le otorgan beneficios económicos, derechos y obligaciones.

Así pues, no se incluyen activos ni pasivos a nombre del Banco que no estén bajo su control y que no le otorguen beneficios económicos, derechos u obligaciones. En la Nota 33 se analiza el activo y el pasivo fuera de balance.

2. 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. 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.

3. 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. Las pérdidas y ganancias se convierten a DEG aplicando un tipo de cambio medio. Las diferencias cambiarias originadas en la reconversión de los activos y pasivos monetarios y en la liquidación de operaciones se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias como diferencias de cambio netas positivas o negativas.

4. Clasificación de instrumentos financieros

Una vez identificado el instrumento financiero, éste se clasifica en una de las siguientes categorías:

- Préstamos y cuentas a cobrar
- Activos y pasivos financieros mantenidos al valor razonable con cambios en resultados
- Activos financieros disponibles para la venta
- Pasivos financieros medidos al costo amortizado

La asignación a una de estas categorías depende de la naturaleza del instrumento en cuestión y de la finalidad con la que se haya adquirido, según se describe en la Sección 5 más abajo.

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.

5. Estructuración del activo y el pasivo

El activo y el pasivo del Banco se organizan en dos tipos de carteras.

A. Carteras bancarias

Estas carteras se componen de pasivos por depósitos en monedas y en oro, junto con activos y derivados bancarios relacionados.

El banco realiza operaciones bancarias en monedas y en oro en nombre de sus clientes, asumiendo con ello un riesgo limitado de precio del oro, de tipos de interés 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 (distintos de efectivo y cuentas a la vista en otros bancos, 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 en la Sección 9 más adelante.

Todos los activos financieros en oro de estas carteras se clasifican como préstamos y cuentas a cobrar, mientras que sus pasivos financieros en oro se clasifican como pasivos financieros medidos al costo amortizado.

B. Carteras de inversión

Estas carteras se componen de activos, pasivos y derivados relacionados principalmente con la inversión del patrimonio neto del Banco.

El Banco mantiene la mayoría de su patrimonio en instrumentos financieros denominados en alguna de las monedas que componen el DEG, para cuya gestión utiliza como referencia una cartera de bonos de duración fija.

Los activos en monedas pertinentes (distintos de efectivo y cuentas a la vista en otros bancos, y de cuentas a la vista y con preaviso) se clasifican como disponibles para la venta. Los títulos relacionados vendidos con pacto de recompra se clasifican como pasivos financieros medidos al costo amortizado.

Además, el Banco mantiene parte de su patrimonio neto en carteras que gestiona de forma más activa. Los activos en moneda de estas carteras son activos de negociación, por lo que se clasifican como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

El resto del patrimonio neto del Banco se mantiene en oro. Las tenencias de oro propias del Banco se clasifican como disponibles para la venta.

6. Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos

El efectivo y las cuentas a la vista en otros bancos se contabilizan en el Balance de situación por el valor de su principal, más los intereses devengados cuando corresponda.

7. Cuentas a la vista y con preaviso

Las cuentas a la vista y con preaviso son activos monetarios a corto plazo, con un preaviso que no suele superar los tres días. Se incluyen en el Balance como «Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias».

Su naturaleza a corto plazo hace que se consideren como préstamos y cuentas a cobrar y en el Balance de situación se contabilizan por el valor de su principal más los intereses devengados, que se incluyen como ingresos por intereses conforme al criterio de devengo.

8. 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 preaviso que no suele

superar los tres días. Se incluyen en el Balance como «Depósitos en monedas».

Su naturaleza a corto plazo hace que se consideren como pasivos financieros medidos al costo amortizado y en el Balance de situación se contabilizan al valor de su principal más los intereses devengados, que se incluyen como gastos por intereses conforme al criterio de devengo.

9. Utilización del valor razonable en las carteras bancarias en monedas

En sus actividades bancarias en monedas, el Banco actúa como creador de mercado para algunos de sus pasivos por depósitos en monedas, los cuales le generan pérdidas y ganancias realizadas.

De conformidad con las políticas del Banco para la gestión de riesgos, el riesgo de mercado inherente a estas actividades se gestiona en base al valor razonable general, agrupando todos los activos, pasivos y derivados pertinentes de sus carteras bancarias en monedas. De este modo, las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas de sus pasivos por depósitos en monedas se compensan en gran medida con aquellas de los activos en monedas y derivados relacionados, o de otros pasivos por depósitos en monedas.

Para reducir la inconsistencia contable que supondría reconocer las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas en base a criterios distintos, el Banco clasifica los activos, pasivos y derivados pertinentes de sus carteras bancarias en monedas como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

10. 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 aquellos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso, se clasifican como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

En un principio, estos pasivos por depósitos en monedas se contabilizan en el Balance a su costo en la fecha de la operación, incluyéndose el siguiente devengo de intereses a pagar y amortización de primas recibidas y descuentos abonados en la rúbrica «Gastos por intereses».

Con posterioridad a la fecha de la operación, los pasivos por depósitos en monedas se reajustan a su valor razonable, incluyéndose las oscilaciones realizadas y no realizadas de dicho valor en la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo la rúbrica «Diferencias netas de valoración».

11. 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 se consideran de negociación, por lo que también se contabilizan al valor razonable con cambios en resultados.

En un principio, estos activos en monedas se contabilizan en el Balance a su costo en la fecha de la operación, incluyéndose el subsiguiente devengo de intereses y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos en la rúbrica «Ingresos por intereses».

Con posterioridad a la fecha de la operación, los activos en monedas se reajustan a su valor razonable, incluyéndose las oscilaciones realizadas y no realizadas de dicho valor en la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo la rúbrica «Diferencias netas de valoración».

12. 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 pertinentes de sus carteras de inversión en monedas, excepto aquellos activos pertenecientes a carteras de inversión gestionadas de forma más activa.

En un principio, estos activos en monedas se contabilizan en el Balance a su costo en la fecha de la operación, incluyéndose el subsiguiente devengo de intereses y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos en la rúbrica «Ingresos por intereses».

Con posterioridad a la fecha de la operación, los activos en monedas se reajustan a su valor razonable, incluyéndose las pérdidas y ganancias no realizadas en la cuenta de nueva valoración de títulos perteneciente a la rúbrica «Otras partidas de patrimonio» del Balance de situación. Los beneficios obtenidos por su enajenación se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo el epígrafe «Pérdida neta por venta de títulos disponibles para la venta».

13. 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.

14. Oro

Esta categoría se compone de lingotes de oro mantenidos en custodia y en cuentas a la vista. El Banco considera el oro como un instrumento financiero.

El oro se contabiliza al peso en el Balance de situación (convertido a DEG utilizando el precio de mercado del oro y el tipo de cambio con el USD). Las compras y ventas de oro al contado se registran a su fecha de liquidación y, si se trata de operaciones a plazo, se consideran derivados hasta su fecha de liquidación.

El tratamiento de las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas sobre el oro se describe en la Sección 17 más adelante.

15. Activos por depósitos en oro

Los activos por depósitos en oro son préstamos de oro a plazo fijo a bancos comerciales. El Banco considera el oro como un instrumento financiero.

Estos activos se contabilizan en el Balance de situación por su peso en oro en función de su fecha de operación (convertido a DEG mediante el precio de mercado del oro y el tipo de cambio con el USD) más los intereses devengados.

Los intereses de estos depósitos se contabilizan como ingresos por intereses conforme al criterio de devengo. El tratamiento de las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas sobre el oro se describe en la Sección 17 más adelante.

16. Pasivos por depósitos en oro

Esta categoría incluye depósitos en oro a la vista y a plazo fijo procedentes de bancos centrales. El Banco considera el oro como un instrumento financiero.

Estos pasivos se contabilizan en el Balance de situación por su peso en oro en función de su fecha de operación (convertido a DEG mediante el precio de mercado del oro y el 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 pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas sobre el oro se describe en la Sección 17 más adelante.

17. Pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas sobre el oro

El tratamiento de las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas sobre el oro depende de su clasificación, según se describe a continuación.

A. Carteras bancarias: incluyen pasivos por depósitos en oro y activos bancarios en oro relacionados

El Banco clasifica sus activos por depósitos en oro como préstamos y cuentas a cobrar, y sus pasivos por depósitos en oro como pasivos financieros medidos al costo amortizado. Los derivados del oro incluidos en estas carteras se contabilizan al valor razonable con cambios en resultados.

Las pérdidas y ganancias resultantes de estas operaciones se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias en el epígrafe «Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)» como pérdida o ganancia neta por transacción.

Las pérdidas o ganancias resultantes de la reconversión de la posición neta en oro de las carteras bancarias se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias en el apartado «Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)» como pérdida o ganancia neta por conversión.

B. Carteras de inversión: incluyen activos de inversión en oro

Las tenencias de oro propias del Banco se clasifican y contabilizan como activos disponibles para la venta.

Las pérdidas y ganancias no realizadas de los activos de inversión en oro del Banco por encima de su costo estimado se llevan a la cuenta de nueva valoración del oro como patrimonio, contabilizándose en la rúbrica «Otras partidas de patrimonio» 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 costo 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 la decisión del Consejo de Administración del Banco) y convertido al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003.

Las pérdidas y ganancias realizadas por la enajenación de activos de inversión en oro se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias como «Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro».

18. Títulos vendidos con pacto de recompra

Cuando estos pasivos están relacionados con la gestión de activos en monedas mantenidos 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 pasivos financieros medidos al costo amortizado.

En un principio, se contabilizan en el Balance a su costo en la fecha de la operación, incluyéndose los subsiguientes intereses devengados en la rúbrica «Gastos por intereses».

Con posterioridad a la fecha de la operación, los pasivos clasificados como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados se reajustan a su valor razonable, incluyéndose las pérdidas y ganancias no realizadas en la rúbrica «Diferencias netas de valoración» de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

19. Derivados

Los derivados se utilizan bien 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 costo en la fecha de la operación, incluyéndose el subsiguiente devengo de intereses y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos en la rúbrica «Ingresos por intereses».

Con posterioridad a la fecha de la operación, los derivados se contabilizan a su valor razonable, incluyéndose las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas en la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo el epígrafe «Diferencias netas de valoración».

Los derivados se contabilizan como activo o como pasivo, dependiendo del valor razonable —positivo o negativo— que tenga el contrato para el Banco.

Cuando un contrato derivado forma parte de otro contrato no contabilizado al valor razonable con cambio en resultados, el primero se segregó del contrato matriz con fines contables y se considera como un contrato derivado por sí mismo, aplicándosele el tratamiento antes descrito.

20. Criterios de valoración

Los criterios de valoración del Banco, que han sido aprobados por el Consejo de Administración, definen cómo clasificar los instrumentos financieros, lo que a su vez determina la base de valoración y el tratamiento contable que éstos reciben. Estos criterios se completan con detallados procedimientos de valoración.

La mayoría de los instrumentos financieros se contabilizan en el Balance del banco a su valor razonable, definido para cada instrumento financiero como el importe por el que éste podría intercambiarse entre partes interesadas y debidamente informadas que realizaran dicha transacción en condiciones de imparcialidad.

La utilización del valor razonable garantiza que la información financiera que reciben el Consejo y los accionistas refleja el estilo de gestión del negocio bancario y es congruente con los datos sobre rendimiento económico de gestión del riesgo que recibe la Alta Dirección del Banco.

El Banco utiliza como mejor aproximación al valor razonable las cotizaciones publicadas en mercados activos. Cuando no se dispone de estos datos, el Banco determina el valor razonable aplicando una técnica de valoración acorde al instrumento financiero en cuestión. Estas técnicas pueden utilizar los precios de mercado de operaciones de mercado recientes con instrumentos similares realizadas en condiciones de imparcialidad, o bien pueden basarse en modelos financieros. Cuando se utilizan éstos últimos, el Banco intenta aplicar en la medida de lo posible indicadores de mercado observables (como tasas de interés o volatilidades), recurriendo lo menos posible a sus propias estimaciones. Dichos modelos de valoración incluyen análisis de flujo de efectivo descontado y modelos de valoración de opciones.

Cuando se utilizan técnicas de valoración para determinar el valor razonable, los modelos y los indicadores claves utilizados son comprobados periódicamente por personal independiente del Departamento Bancario.

El Banco cuenta con una unidad independiente de verificación de precios que comprueba periódicamente las valoraciones de los instrumentos. Otros controles de valoración incluyen la comprobación y el análisis de las pérdidas y ganancias diarias.

El Banco valora su activo al precio comprador y su pasivo al precio vendedor. El activo y pasivo financiero que no se contabiliza al valor razonable se incluye en el Balance de situación al costo amortizado.

21. Cuentas a cobrar y a pagar

Las cuentas a cobrar y a pagar consisten principalmente en importes a muy corto plazo correspondientes a la liquidación de operaciones financieras. En un principio se registran por su valor razonable y a continuación se incluyen en el Balance a su costo amortizado.

22. Terrenos, edificios y equipamiento

El Banco capitaliza el costo de sus terrenos, edificios y equipamiento y lo amortiza linealmente durante la vida útil estimada de los activos correspondientes, del siguiente modo:

Edificios: 50 años

Instalaciones y maquinaria: 15 años

Equipos informáticos: 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 sus terrenos, edificios y equipamiento. En caso de que el valor contable neto de un activo sea mayor que su importe recuperable estimado, se realiza un ajuste contable parcial del activo hasta dicho importe.

23. Provisiones

Las provisiones se reconocen cuando el Banco debe hacer frente a una obligación legal o implícita como consecuencia de eventos previos al cierre del Balance, cuya liquidación probablemente requiera recursos económicos, siempre que la cuantía de dicha obligación pueda estimarse con fiabilidad. Para determinar la cantidad que se reconoce como provisión se utilizan mejores estimaciones y supuestos.

24. Obligaciones por prestaciones post-empleo

El Banco cuenta con tres tipos de prestaciones post-empleo: pensiones para su personal, pensiones para sus Consejeros, y seguro de salud y accidentes para su personal en activo y jubilado. Cada uno de estos esquemas es revisado anualmente por actuarios independientes.

A. Pensiones del personal

El Banco ofrece a sus empleados un esquema de pensiones por el que éstos perciben una prestación definida calculada sobre la base de su salario final, que se financia a través de un fondo sin personalidad jurídica propia. El Banco administra los activos de este fondo en beneficio exclusivo de sus actuales y antiguos empleados que participan en este esquema y es responsable en última instancia de todas las prestaciones pagaderas en virtud del mismo.

Las obligaciones del fondo de pensiones del personal se calculan como el valor actual de los compromisos adquiridos por prestaciones definidas al cierre del Balance, menos el valor razonable de los activos del fondo en esa misma fecha, ajustados por pérdidas y ganancias actuariales no reconocidas y pagos por prestaciones anteriores. Los compromisos por prestaciones definidas se calculan con el

método de las unidades de crédito proyectadas, donde el valor actual de las obligaciones se calcula estimando las salidas de efectivo futuras. Para descontar los flujos de efectivo, el Banco utiliza el rendimiento de mercado de bonos denominados en francos suizos emitidos por empresas de elevada calificación con fechas de vencimiento similares a las de los compromisos subyacentes.

La cantidad asentada en la Cuenta de pérdidas y ganancias corresponde a la suma del costo actual del servicio de las prestaciones devengadas durante el ejercicio con arreglo al esquema 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 la reglamentación del fondo de pensiones se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias durante el tiempo que esté 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.

B. Pensiones de Consejeros

El Banco ofrece un esquema (sin fondo propio) de prestaciones definidas en beneficio de los miembros de su Consejo de Administración. En este esquema, las obligaciones, 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.

C. 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, las obligaciones, 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.

D. Banda de fluctuación

Pueden producirse pérdidas y ganancias actuariales debido a ajustes para adaptarse a la realidad (cuando el resultado real es distinto de los supuestos actuariales utilizados), a modificaciones de estos supuestos y a cambios introducidos en la reglamentación del fondo de pensiones. Cuando las pérdidas o ganancias actuariales acumuladas no reconocidas superan en más del 10% el valor más alto entre la obligación por prestaciones y los activos utilizados para financiar dicha obligación, este exceso se amortiza a lo largo de los años de servicio restantes que se esperan para el personal en cuestión.

25. Estado de flujo de efectivo

El Banco calcula indirectamente su estado de flujo de efectivo, a partir de la evolución de su Balance de situación, ajustada por cambios en las operaciones financieras pendientes de liquidación.

El efectivo y los equivalentes al efectivo se componen de efectivo y cuentas a la vista en otros bancos, así como cuentas a la vista y con preaviso, que son activos financieros a muy corto plazo, normalmente con un preaviso no superior a tres días.

Notas a los estados financieros

1. Introducción

El Banco de Pagos Internacionales (BPI, en lo sucesivo «el Banco») es una institución financiera internacional creada en virtud de los Acuerdos de La Haya de 20 de enero de 1930, de la Carta Constituyente del Banco y de sus Estatutos. La sede central del Banco está ubicada en Centralbahnplatz 2, 4002 Basilea (Suiza). El Banco cuenta con oficinas de representación en Hong Kong, Región Administrativa Especial de la República Popular de China (para Asia y el Pacífico) y en Ciudad de México, México (para el continente americano).

Tal y como se establece en el Artículo 3 de sus Estatutos, su objetivo consiste en fomentar la cooperación entre bancos centrales, prestar sus servicios en operaciones financieras internacionales y actuar como fideicomisario o mandatario en pagos financieros internacionales. En la actualidad, el Banco cuenta entre sus miembros con cincuenta y cinco bancos centrales, los cuales ejercen su derecho 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 los Consejeros nombrados por ellos. A éstos 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.

2. 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 utiliza toda la información de que dispone, así como su propio criterio y supuestos.

En cuanto a estos últimos, 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.

Su criterio lo utiliza al seleccionar y aplicar la política contable del Banco. Los criterios de clasificación y valoración de los instrumentos financieros son esenciales para elaborar los presentes estados financieros.

Los resultados efectivos pueden experimentar sensibles desviaciones con respecto a tales estimaciones.

Criterios significativos para valorar activos y pasivos financieros

Dado que no existe un mercado secundario significativo para algunos de los activos y pasivos financieros del Banco, éstos se valoran mediante técnicas de valoración que exigen la aplicación de criterios propios para determinar los parámetros de valoración adecuados. Cualquier cambio en los supuestos utilizados sobre estos parámetros podría afectar significativamente al valor razonable declarado. En el cuadro siguiente se muestra el impacto que tendría sobre las valoraciones una oscilación de 1 punto básico en los supuestos sobre diferenciales utilizados.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007
Títulos adquiridos con pacto de reventa	0,5	0,4
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	6,2	4,8
Deuda pública y otros valores	9,9	9,3
Depósitos en monedas	30,0	23,3
Instrumentos financieros derivados	16,2	11,1

3. Impacto del cambio de criterios contables

A lo largo del ejercicio financiero 2007/08, el Banco ha modificado sus criterios de valoración de los instrumentos financieros. Como consecuencia de este cambio, todos los activos financieros se valoran ahora al precio comprador y todos los pasivos financieros al precio vendedor. El Banco considera que esta modificación permite reflejar mejor el valor razonable de sus instrumentos financieros, al tiempo que ajusta sus criterios de valoración a la evolución más reciente en los marcos contables mundiales. El cuadro siguiente compara las anteriores convenciones de valoración con las actuales:

	Convención previa	Convención actual
Títulos adquiridos con pacto de reventa	Costo corriente de reposición (vendedor)	Precio comprador
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	Costo corriente de reposición (vendedor)	Precio comprador
Depósitos en monedas	Precio medio	Precio vendedor
Instrumentos financieros derivados	Precio medio	En base al precio comprador-vendedor

Este cambio en los criterios de valoración del Banco ha afectado del siguiente modo a su Balance de situación, Cuenta de pérdidas y ganancias, patrimonio neto y Estado de flujo de efectivo:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008		Cifras originales previas al cambio de criterios contables	Impacto del cambio de criterios contables	Cifras ajustadas
<i>En millones de DEG</i>				
Balance de situación				
Activo				
Títulos adquiridos con pacto de reventa	91.889,4		(4,8)	91.884,6
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	62.137,8		(41,9)	62.095,9
Efecto total sobre el activo			(46,7)	
Pasivo				
Depósitos en monedas	236.054,2		66,7	236.120,9
Instrumentos financieros derivados	6.194,6		32,9	6.227,7
Efecto total sobre el pasivo			99,6	
Patrimonio neto				
Beneficio de operación 2007/08	331,5		(75,0)	256,5
Reservas estatutarias (previo al beneficio anual)	10.038,6		(71,3)	9.967,3
Efecto total sobre el patrimonio neto			(146,3)	
Estado de flujo de efectivo				
Diferencias de valoración del activo y pasivo de operación	(478,7)		(75,0)	(553,7)
Variación neta de pasivos por depósitos en monedas	(1.503,5)		58,0	(1.445,5)
Variación neta de activos bancarios en monedas	(13.185,6)		10,8	(13.174,8)
Variación neta de instrumentos financieros derivados	(2.197,1)		6,2	(2.190,9)
Efecto total sobre el flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades de operación			–	

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2007

<i>En millones de DEG</i>	<i>Cifras originales previas al cambio de criterios contables</i>	<i>Impacto del cambio de criterios contables</i>	<i>Cifras ajustadas</i>
Balance de situación			
Activo			
Títulos adquiridos con pacto de reventa	61.193,5	(3,7)	61.189,8
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	91.266,0	(32,2)	91.233,8
Efecto total sobre el activo		(35,9)	
Pasivo			
Depósitos en monedas	221.790,1	8,6	221.798,7
Instrumentos financieros derivados	2.816,2	26,8	2.843,0
Efecto total sobre el pasivo		35,4	
Patrimonio neto			
Beneficio de operación 2006/07	532,5	(20,2)	512,3
Reservas estatutarias (previo al beneficio anual)	9.538,5	(51,1)	9.487,4
Efecto total sobre el patrimonio neto		(71,3)	
Estado de flujo de efectivo			
Diferencias de valoración del activo y pasivo de operación	63,3	(20,2)	43,1
Variación neta de pasivos por depósitos en monedas	36.225,5	3,4	36.228,9
Variación neta de activos bancarios en monedas	(39.242,4)	9,3	(39.233,1)
Variación neta de instrumentos financieros derivados	246,6	7,5	254,1
Efecto total sobre el flujo de efectivo de/(utilizado en) actividades de operación		–	

4. Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos

El efectivo y las cuentas a la vista en otros bancos se componen de saldos líquidos en bancos centrales y comerciales de los que el Banco puede disponer previa solicitud.

5. Oro y depósitos en oro

A. Tenencias totales de oro

El oro total en manos del Banco se compone de:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Oro en lingotes en bancos centrales	27.530,9	11.865,8
Total de depósitos a plazo en oro	4.006,8	3.591,8
Total de activos en oro y por depósitos en oro	31.537,7	15.457,6
compuesto por:		
Activos de inversión en oro	2.424,4	2.306,0
Activos bancarios en oro y por depósitos en oro	29.113,3	13.151,6

B. Activos de inversión en oro

Los activos de inversión en oro del Banco se contabilizan en el Balance de situación por su peso en oro (convertido a DEG mediante 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 costo estimado se contabiliza en la cuenta de nueva valoración del oro (incluida en la rúbrica «Otras partidas de patrimonio» del Balance de situación), y las ganancias o pérdidas realizadas por la enajenación de activos de inversión en oro se reconocen en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

En la Nota 19 se analiza con mayor profundidad la cuenta de nueva valoración del oro. La Nota 28 explica en qué consisten las ganancias netas por la venta de activos de inversión en oro.

En el cuadro siguiente se desglosa la evolución de los activos de inversión en oro del Banco.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	2.306,0	2.259,5
Variación neta de activos de inversión en oro		
Depósitos realizados	–	338,7
Enajenación de oro	(414,3)	(206,7)
Vencimientos y otras variaciones netas	169,3	(340,4)
	(245,0)	(208,4)

Variación neta en operaciones pendientes de liquidación	(182,7)	79,2
Oscilación del precio del oro	546,1	175,7
Saldo al cierre del ejercicio	2.424,4	2.306,0

A 1 de abril de 2007, los activos de inversión en oro del Banco ascendían a 150 toneladas de oro fino. A lo largo del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008, se enajenaron 25 toneladas de oro fino (31 de marzo de 2007: 15 toneladas) (véase la Nota 28). A 31 de marzo de 2008, el total de oro fino ascendía a 125 toneladas.

6. 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 correspondientes a la reinversión de los depósitos de clientes, así como activos de inversión en monedas pertenecientes a carteras gestionadas de forma más activa. El resto de los activos de inversión en monedas se consideran disponibles para la venta y corresponden en su mayoría a inversiones realizadas con el patrimonio neto 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 constituye 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 préstamo. Hasta el vencimiento de la operación, se vigila el valor razonable de la garantía y, si se estima oportuno, se reponen las garantías como protección frente al riesgo de crédito.

Los *préstamos a plazo fijo* son principalmente inversiones realizadas con bancos comerciales, aunque también incluyen inversiones con bancos centrales e instituciones internacionales, como anticipos en concepto de facilidades de crédito permanentes comprometidas y no comprometidas. En el epígrafe «Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias» del Balance de situación también se incluyen cuentas a la vista y con preaviso (véase la Nota 7).

Deuda pública y otros títulos incluye títulos de deuda emitidos por Gobiernos, instituciones internacionales, otros organismos públicos, bancos comerciales y empresas. Esta categoría abarca bonos a interés fijo y variable, así como bonos de titulización de activos (ABS).

A continuación se desglosan los activos en monedas del Banco:

A 31 de marzo de 2008	Activos de la cartera bancaria		Activos de la 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	50.708,8	–	28,1	28,1	50.736,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	89.991,1	1.893,5	–	1.893,5	91.884,6
Préstamos a plazo fijo y anticipos a entidades bancarias	61.196,6	–	–	–	61.196,6
Deuda pública y otros valores					
Gobierno	4.532,4	7.642,7	–	7.642,7	12.175,1
Instituciones financieras	30.814,0	1.012,5	603,8	1.616,3	32.430,4
Otros (incluidos valores emitidos por el sector público)	16.154,4	1.158,7	–	1.158,7	17.313,1
	51.500,8	9.813,9	603,8	10.417,7	61.918,5
Total activos en monedas	253.397,3	11.707,4	631,9	12.339,3	265.736,6

A 31 de marzo de 2007 – cifras reajustadas	Activos de la cartera bancaria		Activos de la cartera de inversión		Total activos en monedas
	Al valor razonable con cambios en resultados	Disponibles para la venta	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	60.127,3	1.062,5	–	1.062,5	61.189,8
Préstamos a plazo fijo y anticipos a entidades bancarias	89.095,2	–	–	–	89.095,2
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	235.221,9	9.843,8	622,6	10.466,4	245.688,3

Al no existir un mercado secundario activo para los activos con pacto de reventa adquiridos por el Banco, sus préstamos a plazo fijo y determinados títulos de deuda pública y otros valores, éstos se valoran mediante técnicas que exigen la aplicación de criterios propios para determinar los parámetros de valoración adecuados. Una oscilación de 1 punto básico en los supuestos sobre diferenciales asumidos para estas tres categorías habría afectado a las valoraciones en 16,6 millones de DEG (2007: 14,5 millones de DEG).

B. Activos en monedas disponibles para la venta

Los activos de inversión en monedas del Banco, relacionados principalmente con la inversión de su patrimonio, se clasifican como disponibles para la venta, a menos que formen parte de una cartera negociada activamente.

El cuadro siguiente desglosa la evolución de los activos en monedas del Banco disponibles para la venta.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	9.843,8	9.994,0
Variación neta de activos en monedas disponibles para la venta		
Adquisiciones	20.990,3	16.800,7
Enajenaciones	(2.195,9)	(2.265,5)
Vencimientos y otras variaciones netas	(17.315,0)	(14.640,7)
	1.479,4	(105,5)
Variación neta en operaciones pendientes de liquidación	36,8	(41,5)
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	347,4	(3,2)
Saldo al cierre del ejercicio	11.707,4	9.843,8

En la Nota 19 se analiza en mayor profundidad la cuenta de nueva valoración de títulos. La Nota 27 examina las ganancias netas por venta de títulos clasificados como disponibles para la venta.

7. 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 contabilizan al valor razonable con cambios en resultados. Las cuentas a la vista y con preaviso se clasifican como préstamos y cuentas a cobrar y se incluyen en la rúbrica de efectivo y equivalentes al efectivo. Suele tratarse de activos financieros a muy corto plazo con un plazo de preaviso no superior a tres días y se contabilizan en el Balance de situación a su costo amortizado.

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007 cifras reajus- tadas
Préstamos a plazo fijo y anticipos a entidades bancarias	61.196,6	89.095,2
Cuentas a la vista y con preaviso	899,3	2.138,6
Total de depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	62.095,9	91.233,8

La oscilación del valor razonable reconocida en las pérdidas y ganancias de los depósitos a plazo y los anticipos es de 88,8 millones de DEG (2007: 58,8 millones de DEG).

8. 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 del precio de los bonos, en una fecha futura y a un precio dado que se determina en un mercado organizado. Los futuros se liquidan diariamente con el mercado donde se negocian y sus garantías se constituyen en efectivo o en títulos líquidos.

Las *opciones sobre divisas y oro* 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, cierta cantidad de moneda extranjera o de oro, a un precio pactado de antemano. Como 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 predefinido durante un determinado periodo de tiempo. Como contrapartida, el vendedor recibe una prima del comprador.

Los *swaps de divisas y de oro*, los *swaps cruzados de divisas y tasas de interés* y los *swaps 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 divisas, de oro o de tasas de interés (por

ejemplo, una tasa fija por otra variable) o de una combinación de tasas de interés y divisas (*swaps cruzados*). Excepto en el caso de ciertos *swaps* de divisas y de oro y *swaps* cruzados, en estas operaciones no se permuta el principal.

Los *contratos a plazo (forwards) de divisas y de oro* representan compromisos para comprar oro o moneda extranjera en una fecha futura. Aquí se incluyen las operaciones al contado pendientes de liquidación.

Los *forward rate agreements (FRA)* son contratos a plazo sobre tasas de interés negociados individualmente, cuya liquidación se realiza en efectivo en una fecha futura por el 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 opciones en las que el vendedor concede al comprador el derecho, pero no la obligación, de intercambiar divisas o tasas de interés a un precio pactado de antemano hasta una fecha prefijada o en dicha fecha. Como contrapartida, el vendedor recibe del comprador una prima.

Además, el Banco vende a sus clientes instrumentos con derivados incorporados (véanse las Notas 11 y 12). Estos derivados se desligan del contrato matriz con fines contables y se consideran como derivados tradicionales en los que el contrato matriz no se contabiliza a su valor razonable. Así pues, las opciones de conversión del oro en moneda incorporadas en los depósitos en oro duales (*gold dual currency deposits*) se contabilizan en la rúbrica de derivados como opciones sobre divisas y oro.

En el cuadro que aparece a continuación se recoge el valor de mercado de los instrumentos financieros derivados.

A 31 de marzo	2008			2007 reajustadas		
	Importe nacional	Valor razonable		Importe nacional	Valor razonable	
En millones de DEG		Activo	Pasivo		Activo	Pasivo
Futuros sobre bonos	1.367,8	1,4	(1,4)	809,5	0,6	(0,4)
Swaps cruzados de divisas y tasas de interés	3.836,0	117,6	(750,7)	5.262,3	99,4	(658,7)
Contratos a plazo sobre divisas y oro	1.095,0	21,0	(13,4)	1.830,7	9,9	(13,9)
Opciones sobre divisas y oro	4.669,0	64,0	(64,9)	9.180,9	42,4	(62,3)
Swaps de divisas y de oro	127.026,0	1.372,2	(3.119,1)	62.829,9	210,7	(497,5)
Forward rate agreements	26.377,0	22,2	(27,3)	48.018,6	6,2	(6,7)
Futuros sobre tasas de interés	10.114,0	0,9	(0,2)	43.239,3	–	(1,3)
Swaps de tasas de interés	360.306,4	5.824,7	(2.194,0)	406.871,3	1.480,7	(1.593,5)
Opciones sobre futuros	–	–	–	396,0	0,5	–
Swaptions	6.162,7	2,4	(56,7)	4.159,1	0,4	(8,7)
Total de instrumentos financieros derivados al cierre del ejercicio	540.953,9	7.426,4	(6.227,7)	582.597,6	1.850,8	(2.843,0)
Instrumentos financieros derivados netos al cierre del ejercicio				1.198,7		(992,2)

Al no existir un mercado secundario activos para algunos derivados del Banco, éstos se valoran mediante técnicas de valoración que exigen la aplicación de criterios propios para determinar los parámetros de valoración adecuados. Una oscilación de 1 punto básico en los supuestos sobre diferenciales empleados habría afectado a las valoraciones en 16,2 millones de DEG (2007: 11,1 millones de DEG).

9. Cuentas a cobrar

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Operaciones financieras pendientes de liquidación	5.301,1	5.449,5
Otros activos	10,7	24,1
Total de cuentas a cobrar	5.311,8	5.473,6

Las «operaciones financieras pendientes de liquidación» son cuentas a cobrar a corto plazo (normalmente a tres días o menos) correspondientes a operaciones ya realizadas en las que aún no se ha efectuado la transferencia de efectivo. Esto incluye tanto activos vendidos como pasivos emitidos.

10. Terrenos, edificios y equipamiento

En millones de DEG	2008			2007	
	Terrenos	Edificios	Equipos informáticos y otros	Total	Total
Costo histórico de adquisición					
Saldo al inicio del ejercicio	41,2	186,6	106,6	334,4	324,5
Gasto de capital	–	2,8	12,2	15,0	11,6
Enajenaciones y retiradas de uso	–	–	(0,3)	(0,3)	(1,7)
Saldo al cierre del ejercicio	41,2	189,4	118,5	349,1	334,4
Amortización					
Amortización acumulada al inicio del ejercicio	–	80,5	65,9	146,4	136,1
Amortización	–	4,2	8,4	12,6	12,0
Enajenaciones y retiradas de uso	–	–	(0,3)	(0,3)	(1,7)
Saldo al cierre del ejercicio	–	84,7	74,0	158,7	146,4
Valor contable neto al cierre el ejercicio	41,2	104,7	44,5	190,4	188,0

La cifra de amortización del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008 incluye una partida adicional por importe de 1,1 millones de DEG en concepto de equipos informáticos y de otro tipo, tras haberse realizado un estudio del deterioro (2007: 0,8 millones de DEG).

11. Depósitos en monedas

Los depósitos en monedas representan derechos contables frente al Banco. A continuación se desglosan los instrumentos de depósito en monedas del Banco:

A 31 de marzo	2008	2007 reajus- tadas
<i>En millones de DEG</i>		
Instrumentos de depósito reembolsables con preaviso de uno a dos días		
MTI	99.372,5	76.112,0
MTI rescatables (<i>callable</i>)	8.024,2	7.740,5
FIXBIS	44.403,4	50.513,2
	151.800,1	134.365,7
Otros depósitos en monedas		
FRIBIS	4.218,1	3.465,2
Depósitos a plazo fijo	39.606,2	59.314,0
Depósitos en cuenta a la vista y con preaviso	40.496,5	24.653,8
	84.320,8	87.433,0
Total de depósitos en monedas	236.120,9	221.798,7
clasificados como:		
Mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	195.624,4	197.144,9
Pasivos financieros medidos al costo amortizado	40.496,5	24.653,8

Los *MTI* (*Medium-Term Instruments*) son inversiones de renta fija en el BPI con vencimientos trimestrales de hasta 10 años.

Los *MTI* con opción de rescate (*callable MTI*) permiten al Banco recomprarlos a iniciativa propia a un precio de ejercicio facial, con fechas de rescate que oscilan entre junio de 2008 y diciembre de 2009 (2007: abril de 2007 y mayo de 2008).

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, cuya tasa de interés se reajusta según las condiciones imperantes en el mercado.

Los *depósitos a plazo fijo* son inversiones de renta fija en el BPI, normalmente con vencimiento inferior a un año. El Banco también acepta depósitos a plazo fijo reembolsables al vencimiento bien en la moneda original o bien en una cantidad específica de otra moneda, a discreción del Banco (depósitos en moneda dual). A 31 de marzo de 2008, el Balance de situación del Banco contabilizada depósitos en moneda dual por valor de 161,4 millones de DEG (2007: 6.654,9 millones de DEG). Todos estos depósitos vencieron en abril de 2008 (2007: entre abril y junio de 2007).

Los *depósitos en cuenta a la vista y con preaviso* son pasivos financieros a muy corto plazo, normalmente con preaviso no superior a tres días. Se clasifican como pasivos financieros medidos al costo amortizado.

El Banco actúa como único creador de mercado para algunos de sus pasivos por depósitos en monedas y se compromete a reembolsar al valor razonable algunos de ellos, total o parcialmente, con uno a dos días hábiles de preaviso.

A. Valoración de depósitos en monedas

Los depósitos en monedas (distintos de depósitos en cuenta a la vista y con preaviso) se contabilizan en el Balance de situación a su valor razonable. Este valor no coincide necesariamente 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 2008 ascendía, para el total de depósitos en monedas más intereses devengados, a 234.822,0 millones de DEG (2007: 224.059,0 millones de DEG).

Para estimar el valor razonable de sus depósitos en monedas, el Banco aplica técnicas de valoración, que incluyen modelos de flujo de efectivo descontado y de valoración de opciones. Los primeros permiten valorar el flujo de efectivo esperado para los instrumentos financieros con la ayuda de factores de descuento, derivados en parte de las tasas de interés publicadas (ej. Libor y tasas swaps) y en parte de supuestos sobre los diferenciales a los que se ofrece y se recompra cada producto.

Los supuestos sobre diferenciales se basan en operaciones de mercado recientes con cada producto. Cuando una serie de instrumentos deja de ofrecerse a nuevos inversionistas y por tanto no se realizan operaciones con ellos en el mercado, el Banco utiliza los últimos diferenciales cotizados para dicha serie con el fin de determinar las variables más apropiadas al modelo.

Por su parte, los modelos de valoración de opciones incluyen supuestos sobre volatilidades inferidas de las cotizaciones de mercado.

Una oscilación de 1 punto básico en los supuestos sobre diferenciales utilizados para valorar los depósitos en monedas en la fecha del balance habría tenido un impacto sobre la valoración del Banco de 30,0 millones de DEG (2007: 23,3 millones de DEG).

B. Impacto de los cambios en la solvencia del Banco

El valor razonable de los pasivos del Banco se vería afectado por cualquier cambio en su solvencia. Si la solvencia del Banco se deteriorase, se reduciría el valor de su pasivo y este cambio de valor quedaría recogido en la Cuenta de pérdidas y ganancias como una diferencia de valoración. El Banco controla regularmente su grado de solvencia en el marco de su gestión del riesgo. La evaluación de su solvencia no indicó ningún cambio que pudiera haber afectado al valor razonable de su pasivo durante el periodo analizado.

12. Pasivos por depósitos en oro

Los depósitos en oro colocados en el Banco proceden en su totalidad de bancos centrales. Todos ellos se clasifican como pasivos financieros medidos al costo amortizado.

El Banco también acepta depósitos en oro que pueden devolverse al vencimiento bien en oro o bien en una cantidad fija de moneda, a discreción del Banco (depósitos en oro duales). La opción de conversión del oro en moneda incorporada en estos instrumentos se incluye en el Balance como instrumento financiero derivado y se contabiliza a su valor razonable. El importe de los depósitos en oro duales contabilizados como pasivos por depósitos en oro ascendía el 31 de marzo de 2008 a 54,1 millones de DEG (2007: 0). Todos estos depósitos vencieron en abril de 2008.

15. Otros pasivos

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Compromisos por prestaciones post-empleo (véase Nota 20)		
Pensiones de Consejeros	4,8	4,3
Prestaciones de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	185,4	152,1
Posiciones cortas en activos en monedas	115,6	142,4
Otros	20,1	73,9
Cantidades pendientes de pago a antiguos accionistas	0,6	1,1
Total de otros pasivos	326,5	373,8

13. 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. Los títulos vendidos con pacto de recompra proceden en su totalidad de bancos comerciales.

A 31 de marzo de 2008 y de 2007, todos los títulos vendidos con pacto de recompra correspondían a la gestión de activos en monedas disponibles para la venta, por lo que se clasifican como pasivos financieros medidos al costo amortizado.

16. Capital en acciones

El capital en acciones del Banco está integrado por:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Capital autorizado: 600.000 acciones, cada una con un valor facial de 5.000 DEG, de los cuales 1.250 DEG desembolsados		
1.250 DEG desembolsados	3.000,0	3.000,0
Capital emitido: 547.125 acciones	2.735,6	2.735,6
Capital desembolsado (25 %)	683,9	683,9

14. Cuentas a pagar

Las cuentas a pagar consisten en operaciones financieras pendientes de liquidación relacionadas con obligaciones de pago a corto plazo (normalmente a tres días o menos), donde las operaciones ya se han ejecutado pero aún no se ha efectuado la transferencia de efectivo. Se incluyen tanto activos adquiridos como pasivos recomprados.

El número de acciones con derecho a dividendo es el siguiente:

A 31 de marzo	2008	2007
Acciones emitidas	547.125	547.125
a deducir: Acciones propias en cartera	(1.000)	(1.000)
Acciones en circulación con derecho a dividendo completo	546.125	546.125
Dividendo por acción (en DEG)	265	255

17. 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 quintuplica el capital desembolsado del Banco, la contribución anual al mismo se reducirá hasta el 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 el beneficio neto del Banco.

Fondo de reserva libre. Una vez realizadas las asignaciones anteriores, el beneficio neto restante que no haya sido utilizado con otros fines suele transferirse al fondo de reserva libre.

Los ingresos procedentes de la suscripción de acciones del BPI se transfieren al fondo de reserva legal en la medida en que sea necesario para mantenerlo cubierto y el resto se destina al fondo de reserva general.

En caso de que el Banco incurra en pérdidas, podrá recurrir, 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 costos de liquidación) se repartirá entre sus accionistas.

18. Acciones propias en cartera

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	1.000	1.000
Variación en el ejercicio	–	–
Saldo al cierre del ejercicio	1.000	1.000

Las acciones propias en cartera corresponden a 1.000 acciones de la emisión albanesa que quedaron suspendidas en 1977.

19. Otras partidas de patrimonio

Estas partidas corresponden a 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 5 respectivamente.

Otras partidas de patrimonio incluyen:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Cuenta de nueva valoración de títulos	272,0	(80,5)
Cuenta de nueva valoración del oro	1.636,8	1.384,0
Total de otras partidas de patrimonio	1.908,8	1.303,5

A. Cuenta de nueva valoración de títulos

Esta cuenta recoge la diferencia entre el valor razonable de los activos en monedas del Banco disponibles para la venta y su costo amortizado.

Su evolución fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	(80,5)	(104,3)
Diferencias netas de valoración		
Pérdida neta por ventas	5,1	27,0
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	347,4	(3,2)
	352,5	23,8
Saldo al cierre del ejercicio	272,0	(80,5)

A continuación se muestra el saldo de la cuenta de nueva valoración de títulos:

A 31 de marzo de 2008 En millones de DEG	Valor razonable de los activos	Costo histórico de adquisición	Cuenta de nueva valoración de títulos	Ganancias brutas	Pérdidas brutas
Títulos adquiridos con pacto de reventa	1.893,5	1.894,2	(0,7)	–	(0,7)
Deuda pública y otros valores	9.813,9	9.541,2	272,7	305,4	(32,7)
Total	11.707,4	11.435,4	272,0	305,4	(33,4)

A 31 de marzo de 2007 En millones de DEG	Valor razonable de los activos	Costo histórico de adquisición	Cuenta de nueva valoración de títulos	Ganancias brutas	Pérdidas brutas
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)

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 costo 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 costo 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 la decisión del Consejo de Administración del Banco), convertido al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003.

La evolución de esta cuenta fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
En millones de DEG	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	1.384,0	1.342,2
Diferencias netas de valoración		
Ganancia neta por ventas	(293,3)	(133,9)
Oscilación del precio del oro	546,1	175,7
	252,8	41,8
Saldo al cierre del ejercicio	1.636,8	1.384,0

20. 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 sobre su salario final. Este esquema se basa en un fondo sin personalidad jurídica propia del que se obtienen los fondos para abonar las prestaciones. El Banco administra los activos de este fondo en beneficio exclusivo de sus actuales y antiguos empleados que participan en este esquema y es responsable en última instancia de todas las prestaciones pagaderas en virtud del mismo.
2. Un esquema de prestaciones definidas sin fondo propio para sus Consejeros, al que da derecho un periodo mínimo de servicio de cuatro años.
3. Un esquema post-empleo sin fondo propio de asistencia sanitaria y seguro de accidentes para su personal, al que da derecho en principio un periodo mínimo de servicio de 10 años hasta al menos los 50 años de edad.

Todos estos esquemas son examinados cada año por actuarios independientes.

A. Importes consignados en el Balance de situación

A 31 de marzo				Pensiones del personal		
En millones de DEG	2008	2007	2006	En millones de DEG	2008	2007
Valor actual de los compromisos	(709,7)	(653,7)	(606,4)			
Valor razonable de los activos del fondo	714,3	648,6	602,2			
Importe consolidado	4,6	(5,1)	(4,2)			
Pérdidas actuariales no reconocidas	41,2	47,3	46,8			
Costos no reconocidos por servicios prestados	(45,8)	(42,2)	(42,6)			
Pasivo al cierre del ejercicio	–	–	–			

En millones de DEG	A 31 de marzo			Pensiones de los Consejeros		
	2008	2007	2006			
Valor actual de los compromisos	(5,4)	(4,6)	(4,6)			
Valor razonable de los activos del fondo	–	–	–			
Importe consolidado	(5,4)	(4,6)	(4,6)			
Pérdidas actuariales no reconocidas	0,6	0,3	0,3			
Costos no reconocidos por servicios prestados	–	–	–			
Pasivo al cierre del ejercicio	(4,8)	(4,3)	(4,3)			

En millones de DEG	A 31 de marzo			Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes		
	2008	2007	2006			
Valor actual de los compromisos	(208,0)	(186,3)	(183,8)			
Valor razonable de los activos del fondo	–	–	–			
Importe consolidado	(208,0)	(186,3)	(183,8)			
Pérdidas actuariales no reconocidas	30,3	42,0	57,2			
Costos no reconocidos por servicios prestados	(7,7)	(7,8)	(8,6)			
Pasivo al cierre del ejercicio	(185,4)	(152,1)	(135,2)			

B. Valor actual de las obligaciones 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 los Consejeros	Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes			
<i>En millones de DEG</i>	2008	2007	2008	2007	2008	2007
Valor actual de las obligaciones al inicio del ejercicio	653,7	606,4	4,6	4,5	186,3	183,8
Costo de los servicios del periodo corriente	30,5	28,3	0,2	0,2	8,2	7,9
Contribución de los empleados	3,7	3,4	–	–	–	–
Costos por intereses	21,3	19,8	0,1	0,1	6,1	6,1
(Ganancia)/pérdida actuarial	(55,7)	3,5	–	–	(13,9)	(13,9)
Pagos por prestaciones	(23,1)	(21,8)	(0,3)	(0,3)	(1,8)	(1,9)
Diferencias cambiarias	79,3	14,1	0,9	0,1	23,1	4,3
Valor actual de las obligaciones al cierre del ejercicio	709,7	653,7	5,4	4,6	208,0	186,3

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 pensiones del personal al inicio y cierre del ejercicio:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007
Valor razonable de los activos del fondo al inicio del ejercicio	648,6	602,2
Rendimiento esperado de los activos del fondo	33,1	30,6
Ganancia/(pérdida) actuarial	(44,8)	4,1
Contribución del Banco	17,3	15,9
Contribución de los empleados	3,7	3,4
Pagos por prestaciones	(23,1)	(21,8)
Diferencias cambiarias	79,5	14,2
Valor razonable de los activos del fondo al cierre del ejercicio	714,3	648,6

D. Importes consignados en la Cuenta de pérdidas y ganancias

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo <i>En millones de DEG</i>	Pensiones del personal		Pensiones de los Consejeros		Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y seguro de accidentes	
	2008	2007	2008	2007	2008	2007
Costo de los servicios del periodo corriente	30,5	28,3	0,2	0,2	8,2	7,9
Costos por intereses	21,3	19,8	0,1	0,1	6,1	6,1
a deducir: Rendimiento esperado de los activos del fondo	(33,1)	(30,7)	–	–	–	–
a deducir: Costos por servicios prestados	(1,5)	(1,5)	–	–	(1,0)	(1,0)
Pérdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	–	–	–	–	1,6	2,6
Total incluido en gastos de operación	17,2	15,9	0,3	0,3	14,9	15,6

El Banco prevé realizar una aportación de 31,9 millones de DEG a sus esquemas post-empleo en 2008/09.

E. Principales categorías de los activos del fondo en porcentaje del total de sus activos

A 31 de marzo

<i>En porcentaje</i>	2008	2007
Títulos europeos de renta variable	12,8	16,4
Otros títulos de renta variable	17,4	28,4
Títulos europeos de renta fija	32,2	25,8
Otros títulos de renta fija	27,1	26,6
Otros activos	10,5	2,8
Rendimiento efectivo de los activos del fondo	(1,7%)	5,4%

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

	2008	2007
Aplicable a los tres esquemas de prestaciones post-empleo		
Tasa de descuento: tasa de mercado de la deuda corporativa suiza de elevada calificación	3,75%	3,25%
Aplicable a los esquema de pensiones para personal y Consejeros		
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 Consejeros		
Aumento asumido de la remuneración de Consejeros 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 costos médicos	5,00%	5,00%

En los supuestos utilizados para el aumento de los salarios del personal, de la remuneración de Consejeros a efectos de pensión y de los pagos por pensiones se ha asumido una inflación del 1,5% a 31 de marzo de 2008 (2007: 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, que tiene en cuenta los rendimientos históricos, se calcula con la ayuda de los actuarios independientes del fondo.

Los supuestos para la inflación de los costos médicos influyen 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 2007/08 tendría los siguientes efectos:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007
Aumento/(descenso) del costo total por servicios e intereses		
6% inflación costos médicos	7,5	4,6
4% inflación costos médicos	(4,9)	(3,3)

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007
Aumento/(descenso) de los compromisos por prestaciones		
6% inflación costos médicos	45,5	47,0
4% inflación costos médicos	(34,5)	(35,4)

21. Ingresos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Activos en monedas disponibles para la venta		
Títulos adquiridos con pacto de reventa	71,1	59,2
Deuda pública y otros valores	380,9	328,9
	452,0	388,1
Activos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados		
Letras del Tesoro	861,6	816,0
Títulos adquiridos con pacto de reventa	2.480,9	811,4
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	4.147,8	4.179,3
Deuda pública y otros valores	2.301,2	1.727,2
	9.791,5	7.533,9
Activos clasificados como préstamos y cuentas a cobrar		
Cuentas a la vista y con preaviso	38,4	108,3
Activos de inversión en oro	11,2	15,4
Activos bancarios en oro	5,4	6,7
	55,0	130,4
Instrumentos financieros derivados mantenidos al valor razonable con cambios en resultados		
	882,7	805,6
Total de ingresos por intereses	11.181,2	8.858,0

22. Gastos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Pasivos mantenidos al valor razonable con cambios en resultados		
Depósitos en monedas	8.963,7	7.596,9
Pasivos financieros medidos al costo amortizado		
Depósitos en oro	3,9	5,2
Depósitos en cuentas a la vista y con preaviso	1.171,7	581,6
Títulos vendidos con pacto de recompra	68,5	57,5
	1.244,1	644,3
Total de gastos por intereses	10.207,8	8.241,2

23. Diferencias netas de valoración

Las diferencias netas de valoración surgen en su totalidad de los instrumentos financieros mantenidos al valor razonable con cambios en resultados.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo <i>En millones de DEG</i>	2008			2007 cifras reajustadas		
	Diferencia de valoración (excl. ajuste precio comprador-vendedor)	Impacto de valoración al precio comprador-vendedor	Diferencia neta de valoración total	Diferencia de valoración (excl. ajuste precio comprador-vendedor)	Impacto de valoración al precio comprador-vendedor	Diferencia neta de valoración total
Activos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados						
Diferencias de valoración no realizadas de activos en monedas	29,6	(10,8)	18,8	(6,8)	(9,3)	(16,1)
Ganancias/(pérdidas) realizadas de activos en monedas	(11,7)	–	(11,7)	(30,2)	–	(30,2)
	17,9	(10,8)	7,1	(37,0)	(9,3)	(46,3)
Pasivos en monedas mantenidos al valor razonable con cambios en resultados						
Diferencias de valoración no realizadas de pasivos financieros	(2.774,2)	(58,0)	(2.832,2)	(510,6)	(3,4)	(514,0)
Ganancias realizadas de pasivos financieros	(257,2)	–	(257,2)	132,4	–	132,4
	(3.031,4)	(58,0)	(3.089,4)	(378,2)	(3,4)	(381,6)
Diferencias de valoración de instrumentos financieros derivados	2.534,8	(6,2)	2.528,6	478,5	(7,5)	471,0
Diferencia neta de valoración	(478,7)	(75,0)	(553,7)	63,3	(20,2)	43,1

24. Ingresos netos por honorarios y comisiones

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007
Ingresos por honorarios y comisiones	6,8	6,1
Gastos por honorarios y comisiones	(6,0)	(4,8)
Ingresos netos por honorarios y comisiones	0,8	1,3

25. Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007
Ganancia neta por transacción	4,5	6,7
Pérdida neta por conversión	(14,0)	(5,8)
Diferencia de cambio neta positiva/(negativa)	(9,5)	0,9

26. Gastos de operación

En el cuadro siguiente se analizan los gastos de operación del Banco en francos suizos (CHF), la moneda en la que soporta la mayoría de los gastos.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de CHF	2008	2007
Consejo de Administración		
Honorarios de los Consejeros	1,9	1,9
Pensiones a antiguos Consejeros	0,6	0,6
Viajes, reuniones externas del Consejo y otros gastos	1,7	1,7
	4,2	4,2
Directiva y personal		
Remuneración	111,8	106,6
Pensiones	34,3	32,5
Otros gastos de personal	43,1	45,6
	189,2	184,7
Gastos de oficina y diversos	63,5	64,6
Gastos de administración en millones de CHF	256,9	253,5
Gastos de administración en millones de DEG	141,9	137,8
Amortización en millones de DEG	12,6	12,0
Gastos de operación en millones de DEG	154,5	149,8

El personal del Banco, expresado en términos de empleados a tiempo completo, estuvo integrado en promedio por 542 personas en el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008 (2007: 530).

27. Pérdida neta por venta de títulos disponibles para la venta

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Ingresos por enajenación	2.195,9	2.265,5
Costo amortizado	(2.201,0)	(2.292,5)
Pérdida neta	(5,1)	(27,0)
compuesta por:		
Ganancias brutas realizadas	51,8	63,0
Pérdidas brutas realizadas	(56,9)	(90,0)

28. Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Ingresos por enajenación	414,3	206,7
Costo estimado (véase Nota 19B)	(121,0)	(72,8)
Ganancia neta realizada	293,3	133,9

29. Beneficio por acción

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	2008	2007 reajus- tadas
Beneficio neto del ejercicio financiero (millones de DEG)	544,7	619,2
Promedio ponderado de acciones con derecho a dividendo	546.125	546.125
Ganancias básicas y diluidas por acción (en DEG por acción)	997,4	1.133,8

La propuesta de dividendo correspondiente al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008 es de 265 DEG por acción (2007: 255 DEG).

30. Efectivo y equivalentes al efectivo

A efectos de estado de flujos, el efectivo y los equivalentes al efectivo están compuestos por:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	36,8	92,4
Cuentas a la vista y con preaviso	899,3	2.138,6
Total de efectivo y equivalentes al efectivo	936,1	2.231,0

31. Impuestos

El Acuerdo de Sede firmado entre el Banco y el Consejo Federal Suizo estipula el régimen jurídico especial del que goza el Banco en Suiza. Con arreglo a las cláusulas de este acuerdo, 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 Banco en Hong Kong RAE) y con el Gobierno de México (en relación con su Oficina para las Américas).

32. Tipos de cambio

El siguiente cuadro recoge los principales tipos de cambio y precios utilizados para convertir a DEG el saldo en monedas y en oro:

	Tipo de cambio al contado, 31 de marzo		Promedio del ejercicio financiero cerrado en	
	2008	2007	2008	2007
USD	0,609	0,660	0,643	0,673
EUR	0,960	0,883	0,910	0,863
JPY	0,00610	0,00562	0,00564	0,00576
GBP	1,208	1,300	1,291	1,274
CHF	0,612	0,544	0,556	0,544
Oro	557,8	438,3	490,2	422,8

33. Partidas fuera de balance

El Banco realiza operaciones fiduciarias en nombre propio, pero por cuenta y riesgo de sus clientes y sin posibilidad de recurso frente al Banco. Estas operaciones, que no se contabilizan en el Balance de situación, incluyen:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Valor nominal de los títulos mantenidos en concepto de:		
Acuerdos de custodia	11.308,0	11.189,6
Acuerdos de depósito de garantías	158,9	223,6
Mandatos para la gestión de carteras	6.093,9	5.535,4
Total	17.560,8	16.948,6

Los instrumentos financieros mantenidos con arreglo a estos acuerdos se encuentran depositados bajo custodia externa, ya sea en bancos centrales o en instituciones comerciales.

34. Compromisos

El Banco ofrece a sus clientes una serie de facilidades de crédito permanentes comprometidas. A 31 de marzo de 2008, los compromisos de crédito vigentes relacionados con dichas facilidades ascendían a 6.767,7 millones de DEG (2007: 7.211,8 millones), de los cuales 304,6 millones de DEG sin garantías (2007: 336,0 millones).

35. Tasas de interés efectivas

La tasa de interés efectiva es la tasa de descuento que se aplica a los flujos de efectivo futuros previstos para un instrumento financiero con el fin de obtener su valor contable actual.

Los siguientes cuadros recogen la tasa de interés efectiva aplicada a distintos instrumentos financieros en las principales monedas:

A 31 de marzo de 2008

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
Activo					
Depósitos en oro					
Depósitos en oro	–	–	–	–	0,76
Letras del Tesoro	0,73	4,02	–	0,58	–
Títulos adquiridos con pacto de reventa	1,90	2,69	5,15	0,71	–
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	3,87	4,18	5,71	0,85	3,24
Deuda pública y otros valores	3,21	4,10	4,19	0,98	7,39
Pasivo					
Depósitos en monedas					
Depósitos en monedas	3,24	3,77	5,00	0,34	5,16
Depósitos en oro	–	–	–	–	0,35
Títulos vendidos con pacto de recompra	1,65	–	5,10	–	–
Posiciones cortas en activos en monedas	4,03	–	–	–	–

A 31 de marzo de 2007

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
Activo					
Depósitos en oro					
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					
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	–	–	–	–

36. Análisis por regiones

A. Total del pasivo

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007 reajus- tadas
África y Europa	132.229,9	99.765,6
Asia-Pacífico	102.353,8	99.335,5
América	54.810,3	51.776,2
Organismos internacionales	8.642,0	7.919,7
Total	298.036,0	258.797,0

B. Compromisos de crédito

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
África y Europa	496,6	328,0
Asia-Pacífico	6.109,7	6.817,8
América	161,4	66,0
Total	6.767,7	7.211,8

La Nota 34 analiza los compromisos crediticios del Banco.

C. Partidas fuera de balance

A 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
África y Europa	2.341,6	1.892,1
Asia-Pacífico	14.695,6	14.325,4
América	523,6	731,1
Total	17.560,8	16.948,6

La Nota 33 analiza las partidas fuera de balance del Banco. La Nota 3D de la sección «Gestión de Riesgos» más adelante presenta un desglose geográfico de los activos del Banco.

37. Partes relacionadas

El Banco considera que son partes relacionadas:

- los miembros de su Consejo de Administración;
- los miembros de su Alta Dirección;
- familiares cercanos a las personas arriba citadas;
- empresas que pudieran ejercer influencia significativa en alguno de los miembros del Consejo de Administración o 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, 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. En la Nota 20 se describen los esquemas de prestaciones post-empleo del Banco.

A. Partes relacionadas: particulares

La remuneración total de los altos cargos consignada en la Cuenta de pérdidas y ganancias fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de CHF	2008	2007
Salarios, asignaciones y cobertura médica	6,7	6,7
Prestaciones post-empleo	1,9	1,8
Remuneración total en millones de CHF	8,6	8,5
Equivalente en DEG	4,8	4,6

En la Nota 26 se detalla la remuneración total del Consejo de Administración.

El Banco ofrece cuentas de depósito privadas a todo su personal y a sus Consejeros. Los intereses de estas cuentas se ajustan a las tasas ofrecidas por el Banco Nacional de Suiza en las cuentas de su personal. La evolución y el saldo total de las cuentas de depósito privadas de los miembros del Consejo de Administración y de la Alta Dirección fueron los siguientes:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de CHF	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	15,6	13,3
Cantidades depositadas incluidos ingresos por intereses (neto de impuestos retenidos)	3,8	3,5
Cantidades retiradas	(1,4)	(1,2)
Saldo al cierre del ejercicio en millones de CHF	18,0	15,6
Equivalente en DEG	11,0	8,5
Gastos por intereses en depósitos en millones de CHF	0,6	0,4
Equivalente en DEG	0,3	0,2

En el cuadro anterior están consignadas las cantidades relativas a los miembros del Consejo de Administración y altos cargos que fueron nombrados durante el ejercicio financiero, así como otros depósitos recibidos. También se incluyen las cantidades correspondientes a los miembros del Consejo de Administración y altos cargos que cesaron en su cargo durante el ejercicio fiscal, así como otras retiradas de fondos.

Asimismo, el Banco gestiona una cuenta de depósito personal inmovilizada para algunos miembros de su personal en concepto de un fondo de ahorro que el Banco ofrecía a sus empleados y que se cerró el 1 de abril de 2003. Los titulares de estas cuentas cerradas no pueden depositar fondos en ellas y el importe de las mismas se abona cuando éstos dejan de prestar sus servicios al Banco. Los intereses de estas cuentas se ajustan a las tasas ofrecidas por el Banco Nacional de Suiza en cuentas similares, más el 1%. A 31 de marzo de 2008, el saldo total de las cuentas inmovilizadas ascendía a 20,8 millones de DEG (2007: 18,9 millones de DEG). Este importe se contabiliza en el Balance de situación bajo la rúbrica «Depósitos en monedas».

B. Partes relacionadas: bancos centrales e instituciones conexas

El BPI presta sus servicios bancarios principalmente a bancos centrales, autoridades monetarias e instituciones financieras internacionales. En el desempeño de sus funciones, el Banco suele realizar operaciones con bancos centrales e instituciones conexas a las que considera partes relacionadas. Estas operaciones incluyen la concesión de anticipos y la aceptación de depósitos en monedas y en oro.

La política empleada en estos casos por el Banco consiste en realizar operaciones con dichas partes en las mismas condiciones en que lo haría con otros clientes.

Depósitos en monedas de bancos centrales e instituciones conexas considerados partes relacionadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	53.240,1	53.280,0
Cantidades depositadas	130.847,9	184.721,8
Vencimientos, amortizaciones y oscilación del valor razonable	(129.656,6)	(182.058,0)
Variación neta de las cuentas a la vista/con preaviso	(433,1)	(2.703,7)
Saldo al cierre del ejercicio	53.998,3	53.240,1
Porcentaje del total de depósitos en monedas a finales de año	22,9%	24,0%

Pasivos por depósitos en oro de bancos centrales e instituciones conexas considerados partes relacionadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	10.123,8	6.267,3
Cantidades depositadas	600,2	83,3
Variación neta de las cuentas de oro a la vista	16.161,2	3.875,5
Retiradas netas y oscilaciones del precio del oro	(549,1)	(102,3)
Saldo al cierre del ejercicio	26.336,1	10.123,8
Porcentaje del total de depósitos en oro al cierre del ejercicio	90,5%	77,1%

Títulos adquiridos con pacto de reventa con bancos centrales e instituciones conexas considerados partes relacionadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008	2007
Saldo al inicio del ejercicio	470,2	3.198,5
Cantidades depositadas garantizadas	776.745,9	680.101,7
Vencimientos y oscilación del valor razonable	(773.944,2)	(682.830,0)
Saldo al cierre del ejercicio	3.271,9	470,2
Porcentaje del total de títulos adquiridos con pacto de reventa al cierre del ejercicio	3,6%	0,8%

Otros importes con bancos centrales e instituciones conexas considerados partes relacionadas

El Banco mantiene cuentas a la vista en monedas con bancos centrales e instituciones conexas a los que considera partes relacionadas, cuyo saldo total a 31 de marzo de 2008 era de 539,3 millones de DEG (2007: 144,7 millones de DEG). El oro mantenido en cuentas a la vista con estas entidades ascendía a 27.499,7 millones de DEG a 31 de marzo de 2008 (2007: 11.837,7 millones de DEG).

Operaciones con derivados celebradas con bancos centrales e instituciones conexas considerados partes relacionadas

El Banco realiza operaciones con derivados con bancos centrales e instituciones conexas a los que considera partes relacionadas, incluidas operaciones en divisas y *swaps* de tasas de interés. El valor nominal agregado de estas operaciones en el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2008 ascendió a 43.655,5 millones de DEG (2007: 17.005,8 millones de DEG).

38. Pasivos contingentes

El Banco tiene causas legales abiertas en Francia indirectamente a raíz de la recompra obligatoria en 2001 de sus acciones 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 recompra obligatoria 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 indemnización 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 en la que se 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 recurrieron ante el Tribunal de Apelación de París.

Por lo demás, el BPI no tiene abierta en la actualidad ninguna otra causa legal significativa.

Suficiencia de capital

1. Capital

El capital del Banco está compuesto por capital en acciones, reservas estatutarias, el beneficio neto del ejercicio y otras partidas de patrimonio, que incluye las cuentas de nueva valoración de títulos y del oro, menos las acciones propias en cartera.

A continuación se desglosa el capital de Nivel 1 del Banco y su capital total a 31 de marzo de 2008.

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008	2007 reajus- tadas
Capital en acciones	683,9	683,9
Reservas estatutarias según balance	9.967,3	9.487,4
a deducir: Acciones propias en cartera	(1,7)	(1,7)
a deducir: Reservas de nueva valoración negativa	–	–
Capital de Nivel 1	10.649,5	10.169,6
 Cuenta de pérdidas y ganancias	 544,7	 619,2
Otras partidas de patrimonio	1.908,8	1.303,5
Capital total	13.103,0	12.092,3

El Banco vela continuamente por la suficiencia de su capital con la ayuda de un proceso de planificación anual respaldado por su plan estratégico.

El Banco ha implementado un marco de gestión de riesgos acorde al documento *Convergencia internacional de medidas y normas de capital: marco revisado* (el Marco Basilea II), emitido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en junio de 2006. Su implementación incluye los tres pilares del Marco, aunque adaptados al ámbito y a la naturaleza de las actividades de Banco. Dado que el BPI no está sujeto a supervisión bancaria nacional, la aplicación del Segundo Pilar se ciñe a su propia evaluación de su suficiencia de capital. Para ello, utiliza principalmente una metodología basada en el capital económico, que resulta más exhaustiva y más orientada hacia un nivel de solvencia sustancialmente mayor que el umbral mínimo de capital exigido por el Marco Basilea II.

El capital de Nivel 1 del Banco a 31 de marzo de 2007 se ha reducido en 51,1 millones de DEG a raíz del cambio de criterios contables por el que los instrumentos financieros se contabilizan ahora al precio comprador-vendedor.

2. Activos ponderados por riesgo y requerimientos mínimos de capital en el Marco Basilea II

El marco de Basilea II incluye diversos métodos para calcular los activos ponderados por su nivel de riesgo y el nivel mínimo de capital que les corresponde. En principio, el capital mínimo exigido equivale al 8% de los activos ponderados por riesgo.

El cuadro siguiente resume los tipos de posiciones pertinentes y los métodos utilizados para dicho cálculo, así como los activos ponderados por riesgo y los requerimientos mínimos de capital para los riesgos de crédito, de mercado y operacional.

A 31 de marzo de 2008

En millones de DEG	Método utilizado	Activos ponderados por riesgo		Requerimiento mínimo de capital
		Volumen de la posición	(A)	
Riesgo de crédito				
Posiciones frente a soberanos, bancos y empresas	Método Avanzado basado en calificaciones internas, donde (B) se calcula como (A) x 8%	281.560,2	11.715,2	937,2
Posiciones de titulización, carteras gestionadas externamente y otros activos	Método Estándar, donde (B) se calcula como (A) x 8%	4.048,3	1.349,1	107,9
Riesgo de mercado				
Posiciones con riesgo de divisas y riesgo de precio del oro	Método de Modelos Internos, donde (A) se calcula como (B) / 8%	–	8.197,5	655,8
Riesgo operacional				
	Método de Medición Avanzada, donde (A) se calcula como (B) / 8%	–	1.962,5	157,0
Total		23.224,3	1.857,9	

Para el riesgo de crédito, el Banco ha adoptado en la mayoría de sus posiciones el Método Avanzado basado en calificaciones internas, donde la ponderación por riesgo de una transacción se calcula con la correspondiente función de Basilea II, utilizando como principales argumentos las estimaciones propias del Banco. Para algunas posiciones, el Banco ha adoptado el Método Estándar, donde se asignan ponderaciones por riesgo a cada tipo de posición.

Los activos ponderados por el riesgo de mercado se calculan con el Método de Modelos Internos y para el riesgo operacional se utiliza el Método de Medición Avanzada, ambos basados en el valor en riesgo (VaR). Los requerimientos mínimos de capital se determinan a partir del VaR y se traducen en activos ponderados por riesgo aplicando el 8% de capital mínimo exigido.

Los supuestos utilizados en estos cálculos se explican con mayor detalle en las secciones sobre riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional.

3. Coeficiente de capital de Nivel 1

El coeficiente de capital mide la suficiencia del nivel de capital que mantiene el Banco comparando su capital de Nivel 1 con sus activos ponderados por riesgo. El cuadro inferior muestra dicho coeficiente para el Banco en base al Marco Basilea II.

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2008
Capital de Nivel 1	10.649,5
a deducir: Pérdidas esperadas	(30,9)
Capital de Nivel 1, neto de pérdidas esperadas (A)	10.618,6
Total de activos ponderados por riesgo (B)	23.224,3
Coeficiente de capital de Nivel 1 (A) / (B)	45,7 %

Tal y como exige Basilea II, la pérdida esperada se calcula para las posiciones con riesgo de crédito mediante el Método Avanzado basado en calificaciones internas. Al no mantener provisiones para sus posiciones crediticias debido a su elevada calidad, el Banco resta la pérdida esperada del capital de Nivel 1 de conformidad con el Marco Basilea II.

El Banco mantiene un nivel de solvencia muy alto y evalúa exhaustivamente su capital teniendo en cuenta su idiosincrasia, manteniendo así en todo momento una posición de capital sustancialmente superior al mínimo exigido.

El coeficiente de capital de Nivel 1 del Banco en virtud del Acuerdo de Capital de Basilea de 1988 era del 34,6% a 31 de marzo de 2008 (2007 reajustado: 29,7%). La notable discrepancia en este coeficiente según se mida con el Marco Basilea II o con el Acuerdo de 1988 puede atribuirse principalmente a la mayor sensibilidad al riesgo que proporciona el primero.

Gestión de riesgos

1. Riesgos para el Banco

El Banco presta servicio a sus clientes, principalmente bancos centrales, autoridades monetarias e instituciones financieras internacionales, en la gestión de sus reservas y en actividades financieras relacionadas.

Las actividades bancarias del BPI son esenciales para la consecución de sus objetivos, garantizando su fortaleza financiera y su independencia. Dichas actividades, ya sean por cuenta de sus clientes o por cuenta propia, pueden generar riesgos financieros de crédito, de mercado y de liquidez. El Banco también se expone al riesgo operacional.

Dentro del marco para la gestión del riesgo elaborado por el Consejo de Administración del Banco, su Alta Dirección ha instaurado políticas que garantizan la adecuada identificación, cuantificación, limitación, seguimiento y notificación de los riesgos.

Los principales comités asesores son el Comité Ejecutivo, el Comité Financiero y el Comité de Cumplimiento y Riesgo Operacional, presididos los dos primeros por el Director General y el tercero por el Director General Adjunto, e integrados todos ellos por altos cargos del Banco. El Comité Ejecutivo asesora al Director General principalmente sobre los planes estratégicos del Banco y la distribución de recursos, así como en decisiones relacionadas con los objetivos financieros generales de las actividades bancarias y la gestión de riesgos operacionales. El Comité Financiero asesora al Director General sobre la gestión financiera del Banco y en asuntos relacionados con el negocio bancario, incluida la asignación de capital económico a las distintas categorías de riesgo. Por su parte, el Comité de Cumplimiento y Riesgo Operacional asesora al Director General Adjunto y garantiza la coordinación en materia de cumplimiento y de gestión de riesgos operacionales en todo el Banco.

El control independiente de los riesgos financieros del Banco se lleva a cabo en la unidad de Control de Riesgos, mientras que el riesgo operacional lo gestionan de forma independiente la función de Control de Riesgos, que se encarga de cuantificar dicho riesgo, y la Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional. Ambas responden directamente ante el Director General Adjunto.

La función de cumplimiento recae en la Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional, cuyo objetivo es garantizar en la medida de lo posible que las actividades del Banco y sus empleados cumplen con la legislación y la regulación vigentes, con los Estatutos del BPI, su Código de Conducta y otras normas y políticas internas, y con las mejores prácticas.

La Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional identifica y evalúa los riesgos para el cumplimiento, al tiempo que orienta y educa al personal en materia de cumplimiento. El Jefe de esta unidad también informa directamente al Comité de Auditoría, que es uno de los órganos asesores del Consejo de Administración.

La función de Finanzas y los Servicios Jurídicos también contribuyen a la gestión de riesgos del Banco. La primera comprueba de forma independiente las valoraciones, elabora los estados financieros del Banco y controla los gastos de éste mediante el establecimiento de un presupuesto anual y su posterior seguimiento. El objetivo de este control independiente es garantizar que las valoraciones que realiza el Banco cumplen con su política y procedimientos de valoración y que los procesos y procedimientos que influyen en dichas valoraciones son conformes a las mejores prácticas. Finanzas responde directamente ante el Secretario General del Banco.

2. Metodología y organización de la gestión de riesgos

Aspectos generales

El Banco goza de una excelente calidad crediticia y gestiona sus riesgos financieros de forma prudente:

- manteniendo una posición de capital extremadamente fuerte;
- invirtiendo sus activos principalmente en instrumentos financieros de elevada calidad crediticia;
- buscando diversificar sus activos entre una amplia gama de sectores;
- adoptando una postura conservadora en cuanto al riesgo de mercado táctico que asume y gestionando con cautela el riesgo de mercado en sus posiciones estratégicas, que incluyen sus tenencias de oro; y
- conservando un alto grado de liquidez.

A. Organización

En virtud del Artículo 39 de los Estatutos del Banco, el Director General responde frente al Consejo de la gestión del Banco y está asistido por el Director General Adjunto, que es responsable de las funciones independientes de control de riesgos y de cumplimiento. A su vez, ambos cuentan con la ayuda de comités de asesoramiento integrados por altos cargos del Banco.

Los Servicios Jurídicos, por su parte, se encargan de asesorar y ayudar al Banco en una amplia gama de asuntos legales que atañen a sus actividades. Esta unidad responde directamente ante el Director General.

La función de Auditoría Interna se encarga de examinar los procedimientos de control internos y de informar sobre su conformidad con las normas internas y con las mejores prácticas del sector. Su ámbito de acción abarca 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. Auditoría Interna responde directamente ante el Comité de Auditoría y, en última instancia, ante el Director General y el Director General Adjunto.

B. Seguimiento y notificación de riesgos

El Banco realiza un seguimiento continuo de su perfil de riesgo financiero y operacional, sus posiciones y resultados a través de sus unidades pertinentes. Los informes sobre riesgo financiero y cumplimiento que reciben periódicamente los altos cargos del Banco a distintos niveles les permiten evaluar adecuadamente el perfil de riesgo del Banco y su situación financiera.

La Alta Dirección informa cada dos meses al Consejo de Administración sobre la situación financiera del Banco y sus riesgos. Asimismo, el Comité de Auditoría recibe con regularidad informes de Auditoría Interna, la Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional, y Finanzas. Por su parte, el Comité Bancario y de Gestión de Riesgos, que también asesora al Consejo de Administración, recibe informes periódicos de Control de Riesgos y del Departamento Bancario, cuya preparación está sujeta a exhaustivas políticas y procedimientos que garantizan un férreo control.

C. Metodologías para la gestión del riesgo

El Banco utiliza diferentes métodos cuantitativos para valorar sus instrumentos financieros y cuantificar los riesgos para su beneficio neto y su patrimonio. Todos estos métodos se van ajustando a medida que cambia su entorno de riesgo y evolucionan las mejores prácticas en el sector.

La política empleada por el Banco para validar sus modelos establece las funciones, responsabilidades y procesos relacionados con la implementación de nuevos modelos de riesgo o la modificación sustancial de los modelos existentes.

Una de las principales metodologías empleadas por el Banco para cuantificar y gestionar sus riesgos consiste en calcular su capital económico a partir de técnicas de valor en riesgo (VaR). El VaR es el cálculo estadístico de la pérdida potencial máxima que podría sufrir el Banco para un determinado umbral de confianza y horizonte temporal.

El cálculo del capital económico del Banco permite determinar el patrimonio que sería necesario para absorber pérdidas en sus posiciones, asumiendo un umbral de confianza estadístico que viene determinado por el objetivo del Banco de mantener el mayor grado posible de solvencia.

El Banco evalúa la suficiencia de su capital a partir de marcos de capital económico para los riesgos de mercado, de crédito y operacional, todo ello complementado con análisis de sensibilidad y de factores de riesgo. Estos marcos permiten calcular su capital económico para un intervalo de confianza del 99,995% y un horizonte de mantenimiento de un año.

El Banco asigna capital económico a las categorías de riesgo antes mencionadas. Además, se reserva una cantidad extra de capital económico para aquellos riesgos que no quedan totalmente cubiertos por dichos cálculos, según la evaluación de riesgos llevada a cabo por la Alta Dirección del Banco.

La evaluación de riesgos del Banco, basada en cálculos VaR y de capital económico para riesgos financieros, se completa con un exhaustivo marco de pruebas de tensión (*stress testing*) que se aplican a los principales factores de riesgo de mercado y posiciones crediticias del Banco. Dichas pruebas incluyen el análisis de escenarios macroeconómicos adversos tanto históricos como hipotéticos, así como pruebas de sensibilidad a oscilaciones extremas pero plausibles de los principales factores de riesgo identificados. El Banco también realiza pruebas de tensión relacionadas con el riesgo de liquidez.

3. Riesgo de crédito

El riesgo de crédito surge de la posibilidad de que la contraparte incumpla sus obligaciones contractuales.

El Banco gestiona este riesgo aplicando el marco y las políticas establecidos al respecto por el Consejo de Administración y la Alta Dirección, a los que acompañan orientaciones y procedimientos más detallados elaborados por la función independiente de control de riesgos.

A. Evaluación del riesgo de crédito

El Banco controla en todo momento su riesgo de crédito tanto a nivel de la contraparte como de la cartera. En el marco del control independiente del riesgo, se lleva a cabo una evaluación crediticia de cada contraparte conforme a un minucioso proceso de calificación interno compuesto por 18 grados. En este proceso se analizan los estados financieros y la información de mercado de la contraparte. Los métodos de calificación empleados dependen de la naturaleza de la contraparte. En función de la calificación de riesgo interna concedida por el Banco y de las características de la contraparte, el Banco fija una serie de límites crediticios para las distintas contrapartes y países. Todas las contrapartes reciben una calificación interna. En principio, tanto las calificaciones concedidas como los límites fijados se revisan al menos una vez al año. El principal criterio utilizado en estas evaluaciones es la capacidad de la contraparte de cumplir oportunamente con sus obligaciones de amortización del capital y el pago de los intereses.

Los límites de riesgo de crédito fijados para la contraparte son aprobados por la Alta Dirección del Banco en virtud del marco fijado a tal efecto por el Consejo de Administración.

En términos agregados, el riesgo de crédito (que incluye el riesgo de impago y el riesgo de transferencia entre países) se calcula, vigila y limita a partir del cálculo de capital económico que el Banco realiza para dicho riesgo. En este cálculo, basado en un modelo VaR de cartera, se asume un horizonte temporal de un año y un intervalo de confianza del 99,995%. La Alta Dirección limita la exposición general del Banco al riesgo de crédito asignando a tal efecto una determinada cantidad de capital económico.

B. Reducción del riesgo de crédito

El riesgo de crédito se reduce mediante el uso de colateral y acuerdos de compensación o reconvenión con fuerza legal. Los activos y pasivos correspondientes no se compensan en el Balance del Banco.

El Banco, a través de acuerdos de recompra inversa (*reverse repo*), contratos financieros derivados y facilidades permanentes, recibe garantías con las que reducir el riesgo de impago de la contraparte de conformidad con las respectivas políticas y procedimientos. El valor de estas garantías se vigila constantemente y, en caso de ser necesario, se exigen garantías adicionales.

El Banco reduce el riesgo de liquidación utilizando cámaras de compensación reconocidas y liquidando sus operaciones en la medida de lo posible a través de mecanismos de pago contra entrega. Los límites diarios impuestos al riesgo de liquidación se vigilan de forma continua.

C. Riesgo de impago por tipo de activo y de emisor

Los siguientes cuadros reflejan la exposición del Banco al riesgo de impago de la contraparte a 31 de marzo de 2008, sin tener en cuenta las garantías en su poder ni las mejoras crediticias a su disposición. Las posiciones aquí recogidas se basan en el valor contable del activo en el Balance clasificado por sectores. La rúbrica de oro y depósitos en oro no incluye el oro mantenido en custodia, y las cuentas a cobrar no incluyen los pasivos emitidos pendientes de liquidación, dado que no suponen para el Banco una exposición al riesgo de crédito. Las cifras representan el valor razonable de los instrumentos financieros, incluidos derivados, excepto en el caso de instrumentos financieros a muy corto plazo (cuentas a la vista y con preaviso) y oro, que se contabilizan a su costo amortizado. Los compromisos se contabilizan en términos nacionales.

Exposición al riesgo de impago a 31 de marzo de 2008

Tipo de activo/emisor	Soberanos y bancos centrales	Sector público	Bancos	Empresas	Titulización	Total
<i>En millones de DEG</i>						
Posiciones en balance						
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	22,4	–	14,4	–	–	36,8
Oro y depósitos en oro	–	–	3.805,2	232,9	–	4.038,1
Letras del Tesoro	50.736,9	–	–	–	–	50.736,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	3.272,4	–	82.191,0	6.421,2	–	91.884,6
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	8.662,2	1.598,7	51.835,0	–	–	62.095,9
Deuda pública y otros valores	18.616,3	9.963,5	27.351,5	2.695,0	3.292,2	61.918,5
Derivados	1.006,3	1,5	6.418,6	0	0	7.426,4
Cuentas a cobrar	–	–	424,7	10,7	–	435,4
Total de posiciones en balance	82.316,5	11.563,7	172.040,4	9.359,8	3.292,2	278.572,6
Compromisos						
Facilidades sin garantías no dispuestas	304,6	–	–	–	–	304,6
Facilidades garantizadas no dispuestas	6.463,1	–	–	–	–	6.463,1
Compromisos totales	6.767,7	–	–	–	–	6.767,7
Exposición total	89.084,2	11.563,7	172.040,4	9.359,8	3.292,2	285.340,3

Exposición al riesgo de impago a 31 de marzo de 2007

Tipo de activo/emisor <i>En millones de DEG</i>	Soberanos y bancos centrales	Sector público	Bancos	Empresas	Titulización	Total
Posiciones en balance						
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	80,7	–	11,7	–	–	92,4
Oro y depósitos en oro	–	–	3.337,8	282,0	–	3.619,8
Letras del Tesoro	43.159,3	–	–	–	–	43.159,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	470,1	–	60.719,7	–	–	61.189,8
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	133,1	3.445,8	87.654,9	–	–	91.233,8
Deuda pública y otros valores	10.616,2	9.243,6	25.550,2	2.887,6	3.946,4	52.244,0
Derivados	23,4	0,1	1.827,3	–	–	1.850,8
Cuentas a cobrar	–	–	466,1	24,1	–	490,2
Total de posiciones en balance	54.482,8	12.689,5	179.567,7	3.193,7	3.946,4	253.880,1
Compromisos						
Facilidades sin garantías no dispuestas	336,0	–	–	–	–	336,0
Facilidades garantizadas no dispuestas	6.875,8	–	–	–	–	6.875,8
Compromisos totales por tipo de emisor	7.211,8	–	–	–	–	7.211,8
Exposición total	61.694,6	12.689,5	179.567,7	3.193,7	3.946,4	261.091,9

La gran mayoría de los activos del Banco se invierten en títulos emitidos por Gobiernos del G-10 e instituciones financieras con calificación A- o superior. El reducido número de contrapartes de alta calidad en estos sectores hace que el Banco se vea expuesto al riesgo de concentración frente a una misma entidad.

D. Riesgo de impago por región

Los siguientes cuadros recogen la exposición del Banco al riesgo de impago desglosada por regiones según el país en el que está constituida legalmente la entidad. La rúbrica de oro y depósitos en oro no incluye el oro mantenido en custodia, y las cuentas a cobrar no incluyen los pasivos emitidos pendientes de liquidación, dado que no suponen una exposición del Banco al riesgo de crédito. Las posiciones se contabilizan a su valor razonable, a excepción del oro e instrumentos financieros a muy corto plazo (cuentas a la vista y con preaviso), que se contabilizan a su costo amortizado.

A 31 de marzo de 2008

Exposición al riesgo de impago por región

<i>En millones de DEG</i>	África y Europa	Asia-Pacífico	América	Instituciones internacionales	Total
Posiciones en balance					
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	25,6	1,2	10,0	–	36,8
Oro y depósitos en oro	1.891,4	116,4	2.030,3	–	4.038,1
Letras del Tesoro	12.931,6	37.777,2	28,1	–	50.736,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	89.251,3	–	2.633,3	–	91.884,6
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	49.740,0	2.463,3	8.966,9	925,7	62.095,9
Deuda pública y otros valores	36.722,9	7.740,3	11.882,7	5.572,6	61.918,5
Derivados	6.111,1	88,8	1.225,0	1,5	7.426,4
Cuentas a cobrar	38,3	–	397,1	–	435,4
Total de posiciones en balance	196.712,2	48.187,2	27.173,4	6.499,8	278.572,6
Compromisos					
Facilidades sin garantías no dispuestas	304,6	–	–	–	304,6
Facilidades garantizadas no dispuestas	192,0	6.110,1	161,0	–	6.463,1
Compromisos totales por región	496,6	6.110,1	161,0	–	6.767,7
Exposición total por región	197.208,8	54.297,3	27.334,4	6.499,8	285.340,3

A 31 de marzo de 2007

Exposición al riesgo de impago por región

<i>En millones de DEG</i>	África y Europa	Asia-Pacífico	América	Instituciones internacionales	Total
Posiciones en balance					
Efectivo	72,2	10,0	10,2	–	92,4
Oro y depósitos en oro	2.484,5	344,6	790,7	–	3.619,8
Letras del Tesoro	22.477,1	18.021,4	2.660,8	–	43.159,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	59.918,2	272,0	999,6	–	61.189,8
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	73.284,4	6.060,6	11.765,7	123,1	91.233,8
Deuda pública y otros valores	32.827,1	9.141,6	8.831,3	1.444,0	52.244,0
Derivados	1.435,2	34,5	381,1	–	1.850,8
Cuentas a cobrar	24,1	–	466,1	–	490,2
Posición total en balance	192.522,8	33.884,7	25.905,5	1.567,1	253.880,1
Compromisos					
Facilidades sin garantías no dispuestas	138,0	198,0	–	–	336,0
Facilidades garantizadas no dispuestas	190,0	6.619,8	66,0	–	6.875,8
Compromisos totales por región	328,0	6.817,8	66,0	–	7.211,8
Exposición total por región	192.850,8	40.702,5	25.971,5	1.567,1	261.091,9

E. Reducción del riesgo de crédito mediante garantías

A 31 de marzo <i>En millones de DEG</i>	2008		2007	
	Valor razonable de los contratos relevantes	Valor de las garantías	Valor razonable de los contratos relevantes	Valor de las garantías
Garantías recibidas en concepto de:				
Títulos adquiridos con pacto de reventa	91.884,6	92.167,7	61.193,0	61.481,0
Swaps de tasas de interés	2.979,3	2.429,7	(128,5)	26,8
Total de garantías recibidas	94.863,9	94.597,4	61.064,5	61.507,8
Garantías constituidas en concepto de:				
Títulos vendidos con pacto de recompra	1.894,1	1.898,2	1.062,5	1.055,9
Total de garantías constituidas	1.894,1	1.898,2	1.062,5	1.055,9

El cuadro anterior muestra las garantías recibidas y constituidas por el Banco. Las primeras corresponden a acuerdos con pacto de recompra inversa y acuerdos de garantías relativos a *swaps* de tasas de interés. Aunque el Banco está autorizado a vender o pignorar de nuevo estas garantías, debe entregar instrumentos financieros equivalentes al vencimiento del contrato. El colateral admisible en *repos* a la inversa abarca deuda soberana y supranacional, así como títulos de agencias estadounidenses, mientras que para los *swaps* de tasas de interés se admiten títulos del Tesoro de Estados Unidos. A lo largo del pasado ejercicio financiero no se vendió ni repignoró ninguna garantía.

El Banco concede facilidades de crédito garantizadas ya sea mediante fondos depositados en él o bien mediante las participaciones de clientes en fondos gestionados por él. A 31 de marzo de 2008, el volumen total no utilizado de estas facilidades del que podría disponerse sujeto a la constitución de garantías por la contraparte ascendía a 6.463,1 millones de DEG (2007: 6.875,8 millones de DEG).

El Banco constituye garantías para títulos vendidos con pacto de recompra. Estas garantías suelen consistir en títulos de deuda pública o de agencias.

F. Calidad crediticia por tipo de activo financiero

Un activo financiero se considera en mora cuando la contraparte no realiza el pago en la fecha contractual convenida. El Banco reajusta diariamente casi todos sus activos financieros a su valor razonable y una vez al mes revisa sus valoraciones, teniendo en cuenta cualquier ajuste necesario por el deterioro de dichos activos. A 31 de marzo de 2008 y 2007, el Banco no contabilizó ningún activo financiero en mora ni deteriorado.

El cuadro inferior muestra la calidad crediticia de los instrumentos financieros en el Balance del Banco. Las columnas corresponden a las calificaciones internas del Banco expresadas como equivalentes de calificaciones externas. La rúbrica de oro y depósitos en oro no incluye el oro mantenido en custodia, y las cuentas a cobrar no incluyen los pasivos emitidos pendientes de liquidación, dado que estas partidas no suponen una exposición del Banco al riesgo de crédito. Los instrumentos financieros en poder del Banco se incluyen a su valor razonable, excepto los depósitos en oro y los instrumentos financieros a muy corto plazo (efectivo y cuentas a la vista y con preaviso), que se contabilizan a su costo amortizado. El cuadro siguiente demuestra que gran mayoría de las posiciones del Banco reciben una calificación de A- o superior.

A 31 de marzo de 2008

Tipo de activo/calificación de la contraparte	AAA	AA	A	BBB	BB e inferior	Sin calificación	Total valor razonable
<i>En millones de DEG</i>							
Posiciones en balance							
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	22,7	12,0	1,6	0,5	–	–	36,8
Oro y depósitos en oro		3.123,2	914,9	–	–	–	4.038,1
Letras del Tesoro	9.878,9	38.735,2	2.122,8	–	–	–	50.736,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	182,7	71.573,5	20.128,4	–	–	–	91.884,6
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	8.843,2	31.847,6	20.348,5	–	1.056,6	–	62.095,9
Deuda pública y otros valores	25.990,6	26.135,8	9.754,8	37,3	–	–	61.918,5
Derivados	994,0	5.291,3	1.096,1	11,2	33,8	–	7.426,4
Cuentas a cobrar	397,1	4,8	22,8	–	–	10,7	435,4
Total de posiciones en balance	46.309,2	176.723,4	54.389,9	49,0	1.090,4	10,7	278.572,6
<i>En porcentaje</i>							
	17%	63%	20%	–	–	–	100%
Compromisos							
Sin garantías	304,6	–	–	–	–	–	304,6
Garantizados	180,0	531,0	4.087,1	713,0	952,0	–	6.463,1
Compromisos totales por calificación de la contraparte	484,6	531,0	4.087,1	713,0	952,0	–	6.767,7
Posición total por calificación de la contraparte	46.793,8	177.254,4	58.477,0	762,0	2.042,4	10,7	285.340,3

G. Requerimientos mínimos de capital por riesgo de crédito

Posiciones frente a soberanos, bancos y empresas

Para calcular los activos ponderados por riesgo frente a soberanos, bancos y empresas, el Banco ha optado en la mayoría de los casos por un tratamiento acorde al Método Avanzado basado en calificaciones internas.

Por regla general, con este tratamiento el Banco multiplica sus activos expuestos al riesgo de crédito por las ponderaciones de riesgo derivadas de la correspondiente función de Basilea II, utilizando como principales argumentos sus estimaciones propias. Estas últimas también se usan en el cálculo del capital económico del Banco.

La posición del Banco en caso de incumplimiento se conoce como exposición al riesgo de crédito (EAD). El Banco determina su EAD como la cantidad nocial de todas sus posiciones crediticias tanto dentro como fuera de balance, excluyendo los derivados, cuya EAD se calcula con un mecanismo que se inserta en el Método de Modelos Internos del Marco Basilea II. En virtud de esta metodología, el Banco calcula su posición positiva esperada efectiva y la multiplica por un factor alfa según se recoge en el Marco.

Los principales argumentos de esta función son la probabilidad de incumplimiento estimada a un año (PD), así como la pérdida en caso de incumpliendo (LGD) y el vencimiento (M) para cada transacción.

Dada la excelente calidad crediticia de sus inversiones y su gestión conservadora del riesgo de crédito, el Banco no está en situación de estimar PD y LGD a partir de su propia experiencia de incumplimiento. Ante la inexistencia de datos internos sobre incumplimiento, el Banco calcula la PD de la contraparte asignando sus grados internos de calificación a calificaciones crediticias externas teniendo en cuenta los datos externos sobre incumplimiento. Asimismo, la LGD también se estima a partir de datos externos. Cuando corresponde, estas estimaciones se ajustan para reflejar el efecto mitigador que aportan las garantías obtenidas teniendo en cuenta la volatilidad de los precios de mercado, la reposición de márgenes y la frecuencia con la que se reajustan las valoraciones.

El cuadro inferior muestra cómo se calculan los activos ponderados por riesgo. La exposición al riesgo se mide teniendo en cuenta los efectos de la compensación de saldos en cuenta y de las garantías. El volumen total de la exposición del Banco a 31 de marzo de 2008 incluye 5.998,3 millones de DEG en concepto de contratos de tasas de interés y 2.823,1 millones de DEG en concepto de contratos sobre divisas y sobre oro.

A 31 de marzo de 2008

Calificaciones internas expresadas como equivalentes de calificaciones externas	Volumen de la posición	PD media ponderada por la posición	LGD media ponderada por la posición	Ponderación por riesgo media ponderada por la posición	Activos ponderados por riesgo
En porcentaje/millones de DEG	Millones DEG	%	%	%	Millones DEG
AAA	42.393,0	0,01	34,0	3,3	1.417,7
AA	178.155,6	0,03	22,2	3,5	6.201,3
A	58.280,9	0,05	25,4	6,2	3.631,3
BBB	947,2	0,22	11,1	7,3	68,8
BB e inferior	1.783,5	10,04	5,2	22,2	396,1
Total	281.560,2				11.715,2

H. Titulizaciones

El Banco mantiene sólo bonos de titulización de elevada calificación, cuya ponderación por riesgo se realiza según el Método Estándar. Debido al ámbito de actividad del Banco, la ponderación por riesgo de sus activos con arreglo al Marco Basilea II se realiza a partir del Método Estándar para titulizaciones, por el que se utilizan las ponderaciones por riesgo de las calificaciones crediticias externas para determinar las ponderaciones por riesgo correspondientes a los activos en cuestión. Las agencias utilizadas para determinar las ponderaciones por riesgo que se asignan a dichas posiciones son Moody's Investors Service, Standard & Poor's y Fitch Ratings. Los activos ponderados por riesgo se calculan entonces como el producto de las cantidades nociales expuestas al riesgo y sus correspondientes ponderaciones por riesgo.

El cuadro inferior resume las inversiones del Banco en titulizaciones, desglosadas según el tipo de activo titulado.

A 31 de marzo de 2008

En millones de DEG	Calificación externa	Volumen de la posición	Ponderación por riesgo	Activos ponderados por riesgo
Pagarés de empresa titulizados (ABCP)	A1/P1/F1+	168,7	20%	33,7
Títulos respaldados por hipotecas para vivienda (RMBS)	AAA	1.344,2	20%	268,9
Títulos respaldados por partidas a cobrar de tarjetas de crédito	AAA	1.111,0	20%	222,2
Títulos respaldados por otras partidas a cobrar (semipúblicos)	AAA	750,1	20%	150,0
Total		3.374,0		674,8

4. Riesgo de mercado

El Banco se expone a este riesgo a través de la oscilación de los precios de mercado. Los principales componentes del riesgo de mercado para el Banco son los riesgos del precio del oro, de tasas de interés y de divisas, en los que incurre principalmente a través de los activos correspondientes a la gestión de su patrimonio. El Banco calcula su riesgo de mercado y su correspondiente capital económico a partir de un método VaR basado en una técnica de simulación de Monte Carlo. Las volatilidades y correlaciones de los factores de riesgo se estiman para un periodo de observación de un año. Asimismo, el Banco computa la sensibilidad frente a determinados factores de riesgo de mercado.

En línea con el objetivo del Banco de mantener su excelente calidad crediticia, su capital económico se calcula para un intervalo de confianza del 99,995%, asumiendo un periodo de mantenimiento de un año. La Alta Dirección del Banco gestiona el uso de capital económico para cubrir el riesgo de mercado con arreglo al marco establecido por el Consejo de Administración. A los límites impuestos por el VaR se suman otros de carácter operativo.

Los modelos VaR dependen de supuestos estadísticos y de la calidad de los datos de mercado disponibles, y pese a ser de carácter prospectivo, se extrapolan de eventos pasados.

Para que los modelos permitan estimar con fiabilidad las pérdidas potenciales en un horizonte de un año, el Banco ha establecido un marco exhaustivo para la comprobación periódica de los mismos, por el que los resultados diarios se comparan con las correspondientes estimaciones VaR. Los resultados obtenidos con este marco se analizan y se comunican a la Alta Dirección del Banco.

Además, el Banco completa sus estimaciones de riesgo de mercado basadas en modelos VaR y los correspondientes cálculos del capital económico con una serie de pruebas de tensión (*stress tests*), que incluyen escenarios históricos graves, hipótesis macroeconómicas adversas y pruebas de sensibilidad a la oscilación del precio del oro, de las tasas de interés y de los tipos de cambio.

A. Riesgo del precio del oro

Este riesgo surge de la influencia que tendría una oscilación adversa del precio del oro sobre las condiciones financieras del Banco.

El Banco está expuesto a dicho riesgo principalmente a través de sus activos de inversión en oro, que ascienden a 125 toneladas (2007: 150 toneladas), los cuales se mantienen en custodia o en depósito en bancos comerciales. A 31 de marzo de 2008, la posición del Banco en oro era de 2.247,0 millones de DEG (2007: 2.115,2 millones de DEG), lo que supone aproximadamente el 17% de su patrimonio (2007: 17%). El Banco también puede verse ligeramente expuesto a este riesgo a través de sus actividades bancarias con bancos centrales y comerciales. El Banco estima el riesgo del precio del oro con su metodología VaR, que incluye un marco para el capital económico y pruebas de tensión.

B. Riesgo de tasas de interés

Este riesgo obedece a la influencia que tendría una oscilación adversa de las tasas de interés sobre las condiciones financieras del Banco.

El Banco está expuesto a este riesgo principalmente a través de los activos remunerados relacionados con la gestión de su patrimonio, para la cual utiliza como referencia una cartera de bonos de duración fija. El riesgo de tasas de interés también surge al aceptar y reinvertir depósitos de clientes.

El Banco estima y vigila este riesgo aplicando un método VaR y un análisis de sensibilidad que incluyen las oscilaciones de las pertinentes tasas del mercado monetario, de la deuda pública y de los *swaps*, así como los diferenciales de rendimiento.

El cuadro inferior muestra cómo afectaría al patrimonio del Banco un ascenso del 1% de la correspondiente curva de rendimientos, por bandas temporales:

A 31 de marzo de 2008

<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	(5,8)	(3,4)	(26,9)	(16,6)	(17,3)	(31,7)	(61,4)
Yen japonés	0,1	(0,9)	(4,8)	(7,7)	(7,5)	(4,4)	(19,9)
Libra esterlina	3,9	(3,8)	(4,6)	(5,8)	(5,8)	(6,9)	(23,3)
Franco suizo	(0,6)	0,1	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(1,0)	2,2
Dólar de EEUU	(2,6)	(15,0)	(23,9)	(12,4)	(16,3)	(26,1)	(72,7)
Otras monedas	(1,7)	(6,0)	(8,2)	(2,9)	(13,3)	(1,1)	–
Total	(6,7)	(29,0)	(69,0)	(45,9)	(60,7)	(71,2)	(175,1)

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)

C. Riesgo de divisas

La moneda funcional del Banco es el DEG, compuesto de cantidades fijas de USD, EUR, JPY y GBP. El riesgo de divisas responde a la influencia que tendría una oscilación adversa de los tipos de cambio sobre las condiciones financieras del Banco. El Banco está expuesto a este riesgo principalmente a través de los activos relacionados con la gestión de su patrimonio, aunque también lo está al gestionar los depósitos de sus clientes o actuar como intermediario en operaciones con divisas entre bancos centrales y comerciales. El Banco reduce su riesgo de divisas alineando periódicamente sus activos pertinentes con las monedas que componen el DEG y limitando su exposición a dicho riesgo asociada a los depósitos de sus clientes y a su intermediación en operaciones con divisas.

El Banco calcula y vigila el riesgo de divisas aplicando su metodología VaR y un análisis de sensibilidad que tiene en cuenta las oscilaciones de los principales tipos de cambio.

Los cuadros siguientes muestran el activo y el pasivo del Banco desglosados por monedas y oro. La posición neta aquí recogida incluye por tanto sus inversiones con oro propio. Para determinar la exposición neta del Banco al riesgo de divisas se omiten las cantidades en oro. A continuación se resta la posición neutral al DEG de la posición neta en divisas excluido el oro, para obtener así la posición neta en monedas del Banco en base neutral al DEG.

A 31 de marzo de 2008

En millones de DEG

	DEG	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Otras monedas	Total
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	–	9,3	14,5	2,1	–	4,7	–	6,2	36,8
Oro y depósitos en oro	–	17,2	–	–	–	–	31.520,5	–	31.537,7
Letras del Tesoro	–	28,1	12.931,5	–	37.777,3	–	–	–	50.736,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	–	1.823,5	79.059,5	7.911,8	3.089,8	–	–	–	91.884,6
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	669,8	45.677,1	4.565,0	9.250,4	182,7	972,1	–	778,8	62.095,9
Deuda pública y otros valores	–	29.690,6	22.395,8	4.195,1	1.472,5	62,4	–	4.102,1	61.918,5
Cuentas a cobrar	–	4.400,1	35,8	710,5	24,4	7,4	–	133,6	5.311,8
Terrenos, edificios y equipamiento	190,4	–	–	–	–	–	–	–	190,4
Total	860,2	81.645,9	119.002,1	22.069,9	42.546,7	1.046,6	31.520,5	5.020,7	303.712,6
Pasivo									
Depósitos en monedas	(2.238,8)	(157.367,2)	(45.777,9)	(17.837,7)	(3.601,3)	(987,0)	–	(8.311,0)	(236.120,9)
Depósitos en oro	–	(8,9)	–	–	–	–	(29.092,5)	–	(29.101,4)
Títulos vendidos con pacto de recompra	–	(1.489,1)	–	(405,0)	–	–	–	–	(1.894,1)
Cuentas a pagar	–	(2.094,5)	(22.011,4)	(146,9)	–	–	–	(112,6)	(24.365,4)
Otros pasivos	–	(117,2)	(0,5)	–	–	(208,8)	–	–	(326,5)
Total	(2.238,8)	(161.076,9)	(67.789,8)	(18.389,6)	(3.601,3)	(1.195,8)	(29.092,5)	(8.423,6)	(291.808,3)
Instrumentos financieros derivados netos	71,6	84.238,4	(46.363,2)	(2.340,1)	(37.560,1)	(49,2)	(181,0)	3.382,3	1.198,7
Posición neta en monedas y en oro	(1.307,0)	4.807,4	4.849,1	1.340,2	1.385,3	(198,4)	2.247,0	(20,6)	13.103,0
Ajuste por activos de inversión en oro	–	–	–	–	–	–	(2.247,0)	–	(2.247,0)
Posición neta en monedas	(1.307,0)	4.807,4	4.849,1	1.340,2	1.385,3	(198,4)	–	(20,6)	10.856,0
Posición neutral al DEG	1.307,0	(4.683,0)	(4.788,5)	(1.327,0)	(1.364,5)	–	–	–	(10.856,0)
Posición neta en monedas en base neutral al DEG	–	124,4	60,6	13,2	20,8	(198,4)	–	(20,6)	–

A 31 de marzo de 2007

En millones de DEG	DEG	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Otras monedas	Total
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos									
–	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	–	1.087,2	54.235,8	5.594,7	272,1	–	–	–	61.189,8
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	73,4	72.844,2	724,7	15.419,0	2,8	936,6	–	1.233,1	91.233,8
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 a cobrar	–	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	99.442,0	101.071,1	24.950,1	20.317,5	1.116,5	15.434,3	6.445,6	269.038,5
Pasivo									
Depósitos en monedas	(2.006,3)	(138.444,1)	(46.372,0)	(22.781,6)	(3.381,4)	(1.068,0)	–	(7.745,3)	(221.798,7)
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 a pagar	–	(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)	(140.609,9)	(64.366,3)	(22.913,8)	(3.662,0)	(1.241,2)	(13.304,8)	(7.849,7)	(255.954,0)
Instrumentos financieros derivados netos	118,5	46.066,1	(32.435,9)	(730,3)	(15.366,3)	(40,5)	(14,3)	1.410,5	(992,2)
Posición neta en monedas y en oro	(1.626,4)	4.898,2	4.268,9	1.306,0	1.289,2	(165,2)	2.115,2	6,4	12.092,3
Ajuste por activos de inversión en oro	–	–	–	–	–	–	(2.115,2)	–	(2.115,2)
Posición neta en monedas	(1.626,4)	4.898,2	4.268,9	1.306,0	1.289,2	(165,2)	–	6,4	9.977,1
Posición neutral al DEG	1.626,4	(4.819,0)	(4.214,7)	(1.363,0)	(1.206,8)	–	–	–	(9.977,1)
Posición neta en monedas en base neutral al DEG	–	79,2	54,2	(57,0)	82,4	(165,2)	–	6,4	–

D. VaR para el riesgo de mercado, por tipo de riesgo y en total

El Banco calcula su riesgo de mercado mediante una metodología VaR con técnicas de simulación de Monte Carlo que tienen en cuenta las correlaciones entre los distintos factores de riesgo. El capital económico para el riesgo de mercado también se calcula siguiendo esta metodología, para un intervalo de confianza del 99,995% y un periodo de mantenimiento de un año. El Banco estima su riesgo de precio del oro relacionado con la oscilación del valor del oro en USD. El componente del riesgo de divisas procedente de la oscilación del tipo del cambio del USD frente al DEG queda recogido en el cálculo del riesgo de divisas. En el cuadro inferior se muestra la exposición del Banco al riesgo de mercado en términos de capital económico a lo largo de los dos últimos ejercicios financieros.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2008				2007			
	Media	Máxima	Mínima	a 31 de marzo	Media	Máxima	Mínima	a 31 de marzo
Riesgo del precio del oro	1.399,7	2.163,9	958,1	2.116,1	1.844,1	2.690,7	1.250,9	1.278,5
Riesgo de tasas de interés	1.294,4	2.200,6	623,4	2.187,0	682,4	937,8	553,6	654,8
Riesgo de divisas	289,0	574,0	169,9	519,3	336,2	461,0	230,9	233,3
Efectos de correlación y de diversificación	(1.227,6)	(1.988,5)	(571,9)	(2.132,7)	(992,0)	(1.526,9)	(734,4)	(777,5)
Total VaR	1.755,5	2.950,0	1.179,5	2.689,7	1.870,7	2.562,6	1.301,0	1.389,1

Para calcular los requerimientos mínimos de capital en concepto de riesgo de mercado con arreglo al Marco Basilea II, el Banco ha adoptado para su cartera bancaria un método acorde al ámbito y naturaleza de sus actividades. Así pues, para el riesgo de mercado los activos se ponderan por riesgo de precio del oro y por riesgo de divisas, pero no por riesgo de tasas de interés. El correspondiente requerimiento mínimo de capital se calcula utilizando el VaR basado en el Método de Modelos Internos, por el que el Banco asume un intervalo de confianza del 99%, un periodo de mantenimiento de 10 días y un horizonte de observación histórica de un año.

El requerimiento mínimo de capital efectivo se deriva como el valor más alto entre el VaR en la fecha de cálculo y el promedio del VaR medido diariamente en los últimos 60 días hábiles (incluida la fecha de cálculo), sujeto a un factor de multiplicación de tres, más un posible añadido dependiendo de los resultados del proceso de comprobación. Para el periodo analizado, el número de resultados atípicos observados en la comprobación se mantuvo dentro del margen para el que no se requiere ningún añadido. El requerimiento mínimo de capital del Banco para el riesgo de mercado y los correspondientes activos ponderados por riesgo a 31 de marzo de 2008 fueron los siguientes:

A 31 de marzo de 2008

En millones de DEG	VaR relevante	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)
Riesgo de mercado: (A) se calcula como (B) / 8%	218,6	8.197,5	655,8

5. Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez surge cuando el Banco puede verse incapaz de satisfacer sus necesidades previstas o imprevistas de efectivo y de garantías, ya sea en el presente o en el futuro, sin que se vean afectadas sus operaciones diarias ni sus condiciones financieras.

El Balance del Banco viene determinado principalmente por los saldos en circulación 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. La gestión del Banco intenta mantener un alto grado de liquidez que le permita hacer frente en todo momento a las necesidades de sus clientes.

El Banco ha desarrollado un marco para la gestión de la liquidez basado en un modelo estadístico que utiliza supuestos conservadores 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 retiradas de fondos desorbitadas y que definen necesidades adicionales de liquidez a las que el Banco tendría que hacer frente con sus activos líquidos. El nivel de liquidez del Banco se ha mantenido constantemente por encima del mínimo exigido para su coeficiente de liquidez y de los requerimientos de sus pruebas de tensión.

Los depósitos en monedas y en oro en el BPI, procedentes en su mayoría de bancos centrales y organismos internacionales, representan el 89% del total de su pasivo (2007: 91%). A 31 de marzo de 2008, los depósitos en monedas y en oro procedían de 152 entidades (2007: 152). Dentro de estos depósitos, se constata un grado significativo de concentración por clientes, con cuatro de ellos acaparando más del 5% en base a la fecha de liquidación (2007: cuatro clientes).

El cuadro siguiente muestra el perfil de vencimiento de los flujos de efectivo contractuales para el activo y el pasivo. Las cantidades corresponden a flujos de efectivo no descontados a los que el Banco se compromete.

A 31 de marzo de 2008

En millones de DEG	Hasta 1 mes	1 a 3 meses	3 a 6 meses	6 a 12 meses	1 a 2 años	2 a 5 años	5 a 10 años	Más de 10 años	Total
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	36,8	–	–	–	–	–	–	–	36,8
Oro y depósitos en oro	27.836,1	215,9	379,1	558,8	1.446,3	974,8	151,6	–	31.562,6
Letras del Tesoro	15.043,0	27.977,7	6.629,3	1.195,5	–	–	–	–	50.845,5
Títulos adquiridos con pacto de reventa	53.803,9	14.279,9	2.079,3	–	–	–	–	–	70.163,1
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	24.550,5	24.058,1	9.636,4	3.140,8	–	–	–	–	61.385,8
Deuda pública y otros valores	7.940,5	8.755,7	5.245,0	6.710,1	10.340,2	15.696,2	12.543,5	923,7	68.154,9
Total	129.210,8	75.287,3	23.969,1	11.605,2	11.786,5	16.671,0	12.695,1	923,7	282.148,7
Pasivo									
Depósitos en monedas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 ó 2 días de preaviso	(5.757,5)	(21.501,1)	(20.601,1)	(28.243,4)	(35.374,1)	(33.370,0)	(9.928,4)	(9,3)	(154.784,9)
Otros depósitos en monedas	(56.610,6)	(16.760,6)	(7.355,6)	(3.229,8)	–	–	–	–	(83.956,6)
Depósitos en oro	(27.579,3)	–	(18,2)	(125,1)	(864,2)	(373,9)	(150,1)	–	(29.110,8)
Títulos vendidos con pacto de recompra	(1.896,3)	–	–	–	–	–	–	–	(1.896,3)
Títulos vendidos en corto	(11,9)	–	–	–	–	(16,2)	(12,4)	(75,1)	(115,6)
Total	(91.855,6)	(38.261,7)	(27.974,9)	(31.598,3)	(36.238,3)	(33.760,1)	(10.090,9)	(84,4)	(269.864,2)
Derivados									
<i>Liquidación neta</i>									
Contratos sobre tasas de interés	(59,6)	87,8	43,6	1.711,3	1.223,9	741,4	34,4	–	3.782,8
<i>Liquidación bruta</i>									
Contratos sobre tipos de cambio y precio del oro									
Entradas	77.731,6	33.831,8	8.236,2	10.349,7	135,2	–	–	–	130.284,5
Salidas	(78.792,3)	(34.443,3)	(8.222,5)	(10.285,7)	(135,2)	–	–	–	(131.879,0)
Subtotal	(1.060,7)	(611,5)	13,7	64,0	–	–	–	–	(1.594,5)
Contratos sobre tasas de interés – liquidación bruta									
Entradas	80,6	121,1	239,3	529,6	534,6	917,6	1.034,0	–	3.456,8
Salidas	(99,8)	(157,4)	(279,4)	(673,1)	(610,6)	(1.112,6)	(1.316,8)	–	(4.249,7)
Subtotal	(19,2)	(36,3)	(40,1)	(143,5)	(76,0)	(195,0)	(282,8)	–	(792,9)
Total de derivados	(1.139,5)	(560,0)	17,2	1.631,8	1.147,9	546,4	(248,4)	–	1.395,4
Total de flujos de efectivo futuros no descontados									
	36.215,7	36.465,6	(3.988,6)	(18.361,3)	(23.303,9)	(16.542,7)	2.355,8	839,3	13.679,9

A 31 de marzo de 2007

En millones de DEG	Hasta 1 mes	1 a 3 meses	3 a 6 meses	6 a 12 meses	1 a 2 años	2 a 5 años	5 a 10 años	Más de 10 años	Total
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	92,4	–	–	–	–	–	–	–	92,4
Oro y depósitos en oro	12.011,9	115,5	60,4	205,3	1.008,6	1.609,0	333,2	–	15.343,9
Letras del Tesoro	13.913,7	16.142,5	7.616,5	5.513,1	–	2,4	–	–	43.188,2
Títulos adquiridos con pacto de reventa	32.709,7	4.553,5	6.750,3	–	–	–	–	–	44.013,5
Depósitos a plazo y anticipos a entidades bancarias	29.884,2	23.350,6	22.574,6	15.926,7	534,9	–	–	–	92.271,0
Deuda pública y otros valores	2.315,2	6.133,8	4.278,1	8.291,5	11.156,9	13.387,8	12.371,4	972,1	58.906,8
Total	90.927,1	50.295,9	41.279,9	29.936,6	12.700,4	14.999,2	12.704,6	972,1	253.815,8
Pasivo									
Depósitos en monedas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 ó 2 días de preaviso	(8.073,2)	(11.707,8)	(23.952,7)	(34.078,5)	(25.290,4)	(28.253,5)	(7.997,8)	–	(139.353,9)
Otros depósitos en monedas	(48.814,3)	(11.830,0)	(11.050,30)	(15.528,1)	(4,7)	–	–	–	(87.227,4)
Depósitos en oro	(11.965,5)	(28,3)	(56,7)	(73,2)	(14,3)	(889,4)	(120,1)	–	(13.147,5)
Títulos vendidos con pacto de recompra	(961,7)	(103,7)	–	–	–	–	–	–	(1.065,4)
Títulos vendidos en corto	(0,3)	–	–	–	–	(41,5)	(7,9)	(92,8)	(142,5)
Total	(69.815,0)	(23.669,8)	(35.059,7)	(49.679,8)	(25.309,4)	(29.184,4)	(8.125,8)	(92,8)	(240.936,7)
Derivados									
<i>Liquidación neta</i>									
Contratos sobre tasas de interés	78,6	(350,3)	(263,3)	(132,9)	269,6	291,2	50,4	(4,3)	(61,0)
<i>Liquidación bruta</i>									
Contratos sobre tipos de cambio y precio del oro									
Entradas	45.092,9	17.810,5	920,4	3.349,8	239,1	134,5	–	–	67.547,2
Salidas	(45.324,5)	(17.824,2)	(906,4)	(3.270,3)	(238,4)	(134,5)	–	–	(67.698,3)
Subtotal	(231,6)	(13,7)	14,0	79,5	0,7	0	–	–	(151,1)
Contratos sobre tasas de interés – liquidación bruta									
Entradas	223,6	144,8	578,4	637,9	967,2	1.297,5	1.454,2	–	5.303,6
Salidas	(307,4)	(159,5)	(649,7)	(771,0)	(1.031,0)	(1.336,1)	(1.559,5)	–	(5.814,2)
Subtotal	(83,8)	(14,7)	(71,3)	(133,1)	(63,8)	(38,6)	(105,3)	–	(510,6)
Total de derivados	(236,8)	(378,7)	(320,6)	(186,5)	206,5	252,6	(54,9)	(4,3)	(722,7)
Total de flujos de efectivo futuros no descontados									
	20.875,3	26.247,4	5.899,6	(19.929,7)	(12.402,5)	(13.932,6)	4.523,9	875,0	12.156,4

El Banco suscribe acciones en el desempeño habitual de su negocio bancario. El cuadro siguiente muestra el valor razonable de las acciones suscritas, por fecha de ejercicio:

Opciones suscritas		Hasta 1 mes	1 a 3 meses	3 a 6 meses	6 a 12 meses	1 a 2 años	2 a 5 años	5 a 10 años	Más de 10 años	Total
<i>En millones de DEG</i>										
A 31 de marzo de 2008		(0,9)	(11,3)	(9,7)	(94,3)	(5,3)	–	–	–	(121,5)
A 31 de marzo de 2007		(8,5)	(9,7)	(3,1)	(46,5)	(0,1)	–	–	–	(67,9)

El cuadro inferior muestra la fecha de vencimiento contractual de los compromisos crediticios en la fecha de balance.

Fecha de vencimiento contractual		Hasta 1 mes	1 a 3 meses	3 a 6 meses	6 a 12 meses	1 a 2 años	2 a 5 años	5 a 10 años	Más de 10 años	Total
<i>En millones de DEG</i>										
A 31 de marzo de 2008		243,7	466,3	–	4.212,7	–	–	–	1.845,0	6.767,7
A 31 de marzo de 2007		66,0	330,4	–	4.815,4	–	–	–	2.000,0	7.211,8

6. Riesgo operacional

El Banco define el riesgo operacional como la posibilidad de sufrir pérdidas financieras y/o de reputación por alguna de las siguientes causas.

- Factor humano: personal insuficiente; falta de conocimientos, destrezas o experiencia; formación y desarrollo inadecuados; supervisión inadecuada; pérdida de personal clave; planes de sucesión inadecuados; falta de integridad o de ética;
- Inadecuación o fallo de los procesos: procesos mal diseñados o insostenibles; procesos mal documentados, comprendidos, aplicados, seguidos o exigidos;
- Inadecuación o fallo de los sistemas: sistemas mal diseñados, inadecuados o fuera de servicio; 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.

El riesgo operacional incluye el riesgo legal, pero excluye el riesgo estratégico.

El marco, políticas y procedimientos aplicados por el Banco para gestionar su riesgo operacional abarcan la administración y cuantificación del mismo, incluyendo la determinación de los principales parámetros y factores relevantes, planes de contingencia e indicadores de riesgo clave.

El Banco ha creado una línea de responsabilidad directa para incidentes relacionados con el riesgo operacional. La Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional del Banco desarrolla planes de acción con las respectivas unidades, así como planes periódicos de seguimiento para su aplicación.

Para calcular su riesgo operacional, el Banco ha adoptado una técnica basada en el Método de Medición Avanzada del Marco de Basilea II para calcular los activos ponderados por riesgo operacional y estimar el correspondiente capital económico. Los principales parámetros de estos cálculos son los datos internos y externos sobre pérdidas, las estimaciones basadas en hipótesis y las autoevaluaciones de control para reflejar los cambios en el entorno de actividad y de control del Banco.

De conformidad con los supuestos y principales parámetros del Marco de Basilea II, el cálculo de los requerimientos mínimos de capital para el riesgo operacional no tiene en cuenta el riesgo de reputación y se realiza para un intervalo de confianza del 99,9% y un horizonte temporal de un año. Al cuantificar su riesgo operacional, el Banco no tiene en cuenta ninguna protección que pudiera obtener de compañías aseguradoras.

Por congruencia con los parámetros utilizados para el cálculo del capital económico por riesgo financiero, el Banco también calcula el capital económico para el riesgo operacional asumiendo un intervalo de confianza del 99,995% y un periodo de mantenimiento de un año.

El cuadro inferior muestra el requerimiento mínimo de capital para el riesgo operacional y los correspondientes activos ponderados por riesgo al cierre del Balance a 31 de marzo de 2008.

A 31 de marzo de 2008

<i>En millones de DEG</i>	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)
Riesgo operacional: (A) se calcula como (B) / 8%	157,0	1.962,5	157,0

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 275) del Banco de Pagos Internacionales. Como exigen los Estatutos del Banco, éstos se componen del Balance de situación a 31 de marzo de 2008 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. La Dirección del Banco es responsable del diseño, aplicación y mantenimiento de controles internos pertinentes para la elaboración y presentación fidedigna de unos estados financieros sin errores materiales (ya sean fraudulentos o no); 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 dichos Estatutos, 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 sean fraudulentos o no. Al realizar dicha estimación, el auditor tiene en cuenta los controles internos de la entidad pertinentes a la elaboración y la presentación fidedignas 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 formarnos nuestra opinión.

En nuestra opinión, los estados financieros, incluidas las Notas que los acompañan, han sido debidamente redactados y ofrecen una imagen fidedigna de la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales a 31 de marzo de 2008, 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

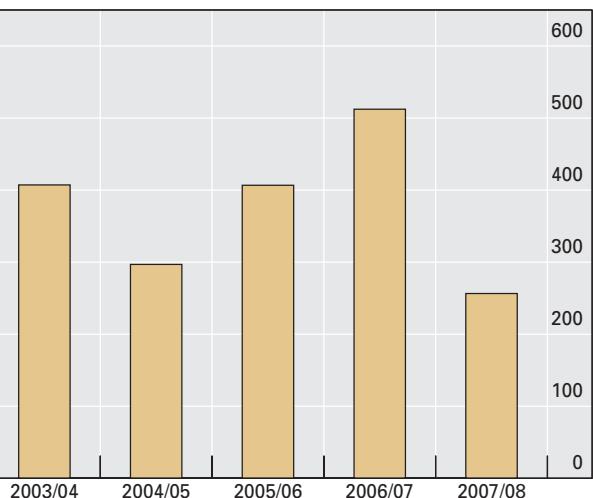
Dr. Philip Göth
Zúrich, 5 de mayo de 2008

Pavel Nemecek

Resumen gráfico de los últimos cinco años

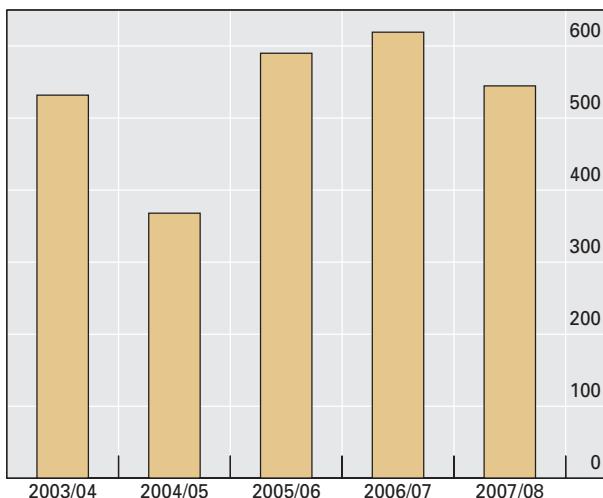
Beneficio de operación

En millones de DEG



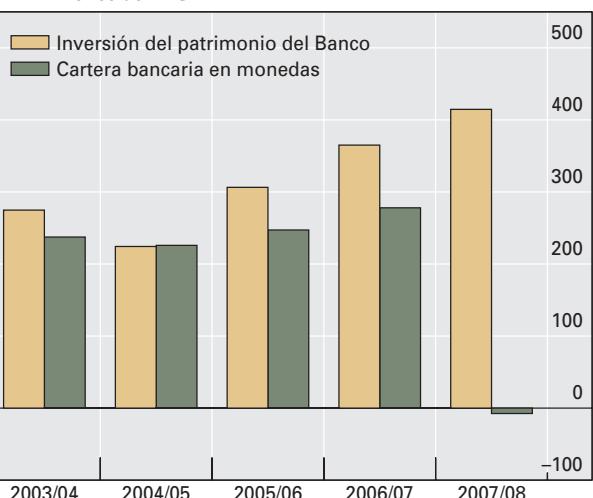
Beneficio neto

En millones de DEG



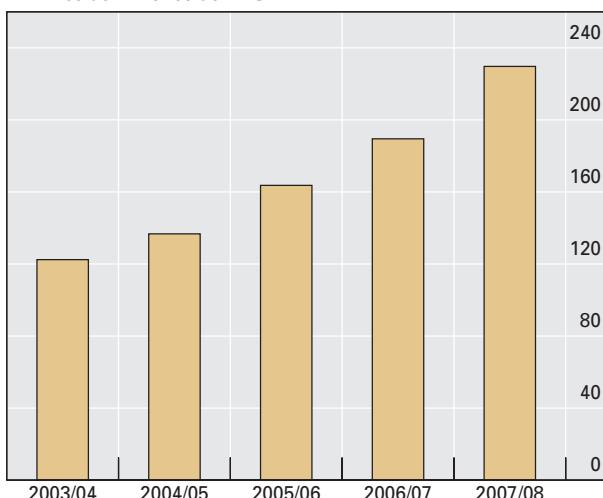
Intereses netos percibidos por inversiones en monedas

En millones de DEG



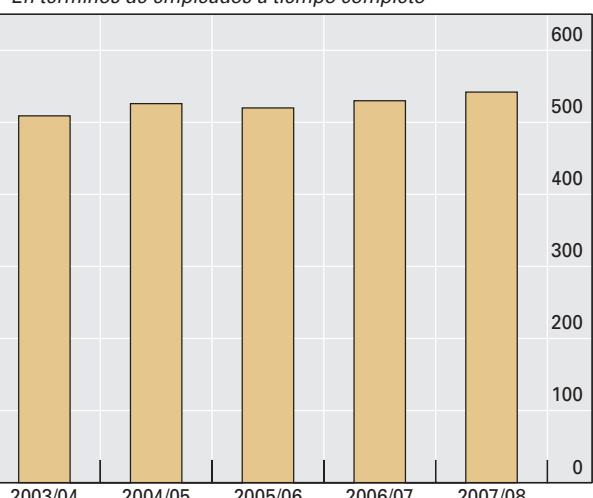
Promedio de depósitos en monedas (según fecha valor)

En miles de millones de DEG



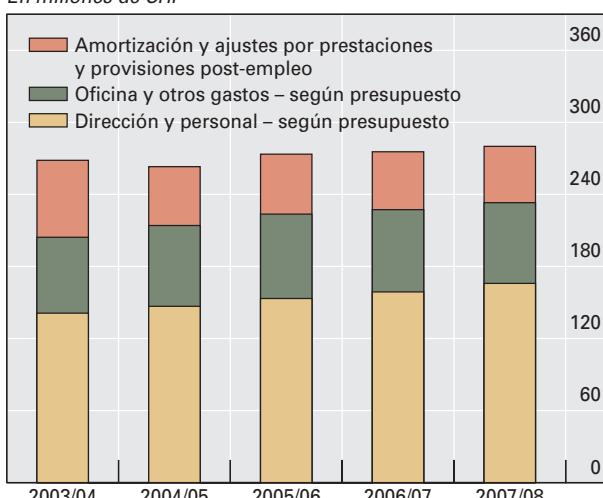
Promedio de empleados

En términos de empleados a tiempo completo



Gastos de operación

En millones de CHF



La información financiera de los cuatro paneles superiores se ha reajustado para reflejar el cambio de criterios contables el presente ejercicio.

