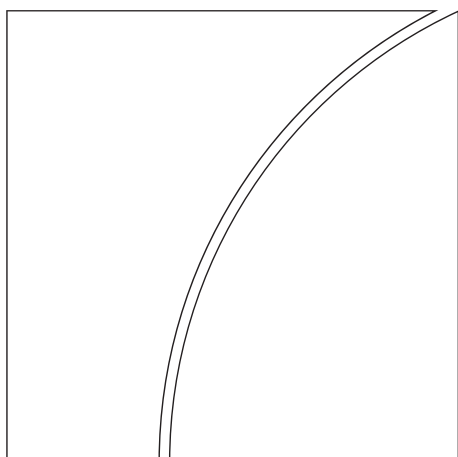




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



80° Informe Anual

1 de abril de 2009–31 de marzo de 2010

Basilea, 28 de junio de 2010

Las publicaciones del BPI pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements
Communications
CH-4002 Basilea, Suiza

E-mail: publications@bis.org

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

© *Banco de Pagos Internacionales 2010. 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 92-9131-525-7 (versión impresa)

ISBN 92-9197-525-7 (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
Resumen de los capítulos económicos	3
I. Más allá del rescate: salir de cuidados intensivos y concluir las reformas	7
Servicio de urgencias: respuesta inicial a la crisis	8
Cuidados intensivos: el problema de los efectos secundarios	9
Diagnóstico: identificar las causas de la crisis	11
Causas microeconómicas	11
Causas macroeconómicas	12
Solucionar las causas de la crisis	13
Tratamiento: reducir el riesgo de las exposiciones comunes y de los vínculos	14
Reducir el riesgo de quiebras individuales	14
Reducir la probabilidad de un fallo sistémico	17
Tratamiento: reducir la prociclicidad	20
Reformas: principales áreas pendientes de reforma	21
Conclusión	22
II. De la sala de urgencias a la unidad de cuidados intensivos: el año en retrospectiva	24
Recuperación incierta	24
Repunte de los mercados	24
Recuperación económica desigual	26
El rápido deterioro de los déficits fiscales hace temer por el riesgo soberano	27
Política monetaria aún muy expansiva	30
Fragilidad de los bancos	32
Niveles de deuda de los hogares	35
Recuadro: La dinámica crediticia después de una crisis: perspectiva histórica ..	36
Resumen	38
III. Tasas de interés bajas: ¿más riesgos que ventajas?	40
Efectos secundarios nacionales de las bajas tasas de interés	42
Disminución del riesgo medido y percibido	42
Búsqueda de rentabilidad	43
Riesgo de tasas de interés	45
Retraso en los ajustes de los balances	45
Paralización de los mercados monetarios	47
Efectos secundarios internacionales de las bajas tasas de interés	49
Resumen	51

IV. Retos tras la crisis para la política económica en las economías de mercado emergentes	52
Desequilibrios externos y flujos de capital: ¿vuelven las tendencias nocivas?	53
Políticas aplicables	55
Intervención en el mercado de divisas: ¿parte del problema o de la solución?	56
¿Qué papel pueden desempeñar los controles de capital y las políticas prudenciales?	60
El futuro del dólar estadounidense como moneda internacional	61
Recuadro: Lecciones de la crisis sobre el papel internacional del dólar estadounidense	63
Resumen	64
V. Sostenibilidad fiscal en los países industriales: riesgos y desafíos	65
La evolución de la deuda pública y sus perspectivas a corto plazo	66
Recuadro: Perspectivas fiscales en las economías de mercado emergentes	70
Proyecciones a largo plazo para la deuda pública	71
Consecuencias del elevado nivel de deuda	73
Riesgos de impago de la deuda soberana	73
Consecuencias macroeconómicas	75
Retos para los bancos centrales	75
Afrontar los desequilibrios fiscales	77
Resumen	80
VI. El futuro del sector financiero	81
El sector financiero en el contexto de la economía en su conjunto	81
Rentabilidad relativa	82
Tamaño relativo	84
Crecimiento de la banca internacional	84
El sector financiero en el futuro cercano	86
Convergencia hacia un nuevo modelo de negocio	88
Actores del proceso de convergencia	88
Hacia una mejor gestión de la financiación y de la liquidez	90
Aumento del capital: ¿hay que elegir entre capacidad de reacción y rentabilidad?	92
Recuadro: Niveles de capital y rentabilidad de un banco representativo	94
Resumen	96
VII. Política macroprudencial y prociclicidad	97
Recuadro: ¿Qué es un instrumento macroprudencial?	98
Elementos esenciales de un marco macroprudencial	99
Un objetivo realista y bien definido	99
Estrategia operativa	103
Especificidad sectorial	106
Gobernanza	108
Circunstancias específicas de cada economía y aspectos internacionales	109
Consecuencias para la política monetaria	110
Resumen	112

Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2010	118
El BPI: misión, actividades, buen gobierno y resultado financiero	119
Bancos centrales miembros del BPI	154
Consejo de Administración del BPI	155
Estados financieros	165
Informe de los auditores	223
Resumen gráfico de los últimos cinco años	224

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 7 y el 11 de junio de 2010.

Gráficos

II.1	Precios de los activos	25
II.2	Recuperación económica	26
II.3	Deuda pública, déficits y primas de la deuda soberana	28
II.4	Activos y pasivos de los bancos centrales	31
II.5	Indicadores de solvencia bancaria	33
II.6	Problemas de financiación en el sector bancario	35
II.7	Crédito: crecimiento y criterios de concesión	37
II.8	Deuda de los hogares y deuda pública	37
III.1	Tasas de interés oficiales reales y nominales	40
III.2	Indicadores de búsqueda de rentabilidad	44
III.3	Indicadores de actividad en los mercados monetarios	47
III.4	Exportadores de materias primas y mercados emergentes	48
III.5	Respuesta de la política monetaria	49
III.6	Razón <i>carry-to-risk</i>	50
IV.1	Indicadores financieros internacionales para las economías de mercado emergentes	52
IV.2	Factores que explican las entradas de capital en las EME	54
IV.3	Reservas de divisas	57
IV.4	Reservas de divisas, dinero y crédito	59
V.1	Deuda pública total y saldo fiscal	65
V.2	Deuda pública	67
V.3	Futuros efectos del envejecimiento de la población	69
V.4	Proyecciones para la deuda pública bruta	72
V.5	Estructura de la deuda pública	74
V.6	Expectativas de inflación	77
VI.1	Evolución relativa de las acciones financieras	83
VI.2	Acciones financieras ante perturbaciones extremas en todo el mercado	83
VI.3	Tamaño del sector financiero	84
VI.4	Importancia de la actividad bancaria internacional	85
VI.5	Perfil de vencimientos de los bonos emitidos por bancos	86
VI.6	El sector bancario en torno a crisis	88
VI.7	Percepción del riesgo de crédito en el sector financiero	89
VI.8	Descentralización de la actividad bancaria internacional	91
VI.9	Financiación bancaria de la deuda externa	92
VI.10	Indicadores de 40 grandes bancos antes y durante la crisis	93
VII.1	Acumulación y liberación de reservas de capital basadas en brechas de crédito	107

Cuadros

I.1	El estado de las reformas del sistema financiero	15
II.1	Rentabilidad de los principales bancos	32
V.1	Situación fiscal y perspectivas de algunas economías avanzadas	68
V.2	Ejemplos de éxito en grandes ajustes fiscales	78
VI.1	Rentabilidad y apalancamiento	82
VII.1	Medidas para reducir la prociclicidad de los procesos de decisión	100
VII.2	Instrumentos prudenciales para restringir de manera directa elementos de la actividad de las entidades financieras	101
VII.3	Instrumentos prudenciales anticíclicos en marcha y propuestos	102
VII.4	Ejemplos de medidas discrecionales de intervención prudencial ante la evolución de los mercados inmobiliarios	105

Convenciones utilizadas en este Informe

i., d.	escala de la izquierda, escala de la derecha
...	no disponible
.	no aplicable
–	nulo o insignificante
dólar	dólar de Estados Unidos, a menos que se especifique lo contrario

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

80° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 28 de junio de 2010*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 80° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2010.

El beneficio neto del ejercicio ascendió a 1.859,8 millones de DEG, frente a los 446,1 millones de DEG del ejercicio anterior. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2009/10 pueden consultarse en las páginas 160 a 164 del presente Informe en la sección «Beneficio neto y su distribución».

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 374,1 millones de DEG al pago de un dividendo ordinario de 285 DEG por acción (lo que supone 155,6 millones de DEG) y de un dividendo complementario de 400 DEG por acción (lo que representa 218,5 millones de DEG). Ambos dividendos serán pagaderos en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en francos suizos.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 148,6 millones de DEG al fondo de reserva general, 12,0 millones de DEG al fondo especial de reserva para dividendos, y el remanente, que asciende a 1.325,1 millones de DEG, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2009/10 será pagadero a los accionistas el 8 de julio de 2010.

Basilea, 11 de junio de 2010

JAIME CARUANA
Director General

Resumen de los capítulos económicos

Capítulo I

La crisis financiera deja a las autoridades un legado abrumador, especialmente en los países industriales. Al instaurar nuevas políticas, deberán adoptar un enfoque a medio y largo plazo, lidiando al mismo tiempo con una recuperación aún frágil y desigual. Los hogares apenas comienzan a reducir su endeudamiento, por lo que siguen moderando su consumo. Las extraordinarias medidas de apoyo contribuyeron a contener el contagio entre mercados, evitando así lo peor, pero algunas de ellas han retrasado los necesarios ajustes en la economía real y en el sector financiero, donde la reducción del apalancamiento y la recomposición de los balances distan de haberse completado. Todo ello continúa minando la confianza. Existe el riesgo de que las vulnerabilidades que aún persisten en el sector financiero, unidas a los efectos secundarios de unos «cuidados intensivos» prolongados, provoquen una recaída y arruinen los esfuerzos de reforma.

Las medidas de apoyo macroeconómico tienen sus límites. Las recientes reacciones del mercado revelan que en algunos países los estímulos fiscales han llegado a su límite. Diversas economías industriales requieren de inmediato una consolidación fiscal contundente, que deberá ir acompañada de reformas estructurales que faciliten el crecimiento y aseguren la sostenibilidad fiscal a largo plazo. En materia de política monetaria, pese a la frágil coyuntura macroeconómica y a la baja inflación subyacente en las principales economías avanzadas, conviene no olvidar que si las tasas de interés se mantienen próximas a cero demasiado tiempo en un entorno de abundante liquidez, se crean distorsiones que amenazan la estabilidad financiera y monetaria.

Es necesario acometer una reforma fundamental del sistema financiero para asentarlo sobre bases más estables que puedan garantizar altos niveles de crecimiento sostenible en el futuro. Sobre todo, la reforma deberá proporcionar políticas más eficaces de regulación y supervisión que se inserten dentro un marco integrado. Este nuevo marco global para la estabilidad financiera combinaría elementos de las políticas macroeconómica, reguladora y supervisora. Además, con el respaldo de firmes mecanismos de buen gobierno y de la cooperación internacional, dicho marco promoverá no sólo la estabilidad financiera sino también la macroeconómica.

Capítulo II

Mientras algunas economías de mercado emergentes corren el riesgo de sufrir un recalentamiento, el PIB de la mayoría de las economías avanzadas aún se sitúa muy por debajo de su nivel previo a la crisis, pese a los intensos estímulos monetarios y fiscales aplicados. En cuanto a los niveles de deuda pública, su rápido crecimiento plantea cuestiones urgentes sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Aunque los bancos han reforzado sus reservas de capital y sus beneficios han crecido gracias a diversos factores transitorios, siguen expuestos a nuevas pérdidas por impago. Como han demostrado las recientes perturbaciones en los mercados de financiación, las entidades bancarias pueden sufrir importantes tensiones a la hora de refinanciarse si la percepción del mercado se torna en su contra. Aunque los bancos de los países en crisis han avanzado en la recomposición de sus balances, el proceso dista mucho de haber concluido. No deben cejar los esfuerzos por reestructurar y reforzar el sistema financiero.

Los bancos centrales redujeron con determinación las tasas de interés oficiales durante la crisis con el propósito de estabilizar el sistema financiero y la economía real. Estos recortes esenciales, reforzados con medidas no convencionales orientadas a corregir disfunciones del mercado financiero, contribuyeron a evitar el colapso económico. Ahora bien, no cabe prolongar indefinidamente una política monetaria de carácter expansivo. Si las tasas de interés son bajas, pueden distorsionar las decisiones de inversión, y cuando son extremadamente reducidas durante mucho tiempo, pueden plantear riesgos para la estabilidad financiera que deben sopesarse cuidadosamente, ya que podrían incitar a los prestatarios a acortar los plazos de su deuda, facilitar el apalancamiento en posiciones de riesgo y retrasar la necesaria corrección de los balances financieros. Si bien las autoridades pueden y deben abordar estos riesgos con otras herramientas, es posible que tengan que endurecer la política monetaria antes de lo que sugerirían por sí solas las perspectivas macroeconómicas.

Capítulo III

Las economías de mercado emergentes se están recuperando con vigor y están viendo repuntar las presiones inflacionistas. Dadas las bajas tasas de interés oficiales en los principales centros financieros, muchas de ellas temen que sus buenas perspectivas de crecimiento puedan atraer flujos de capitales desestabilizadores que presionen al alza sus monedas. Algunas de estas economías mantienen bajas sus tasas de interés oficiales y combaten dicha apreciación con intervenciones masivas en los mercados de divisas. Estas medidas tienden a ir asociadas a una marcada expansión de los balances bancarios, un intenso crecimiento del crédito y auges excesivos en el precio de los activos. Con todo ello, el riesgo de recalentamiento no hace sino aumentar. Para propiciar un crecimiento nacional y mundial más equilibrado, algunas economías de mercado emergentes podrían recurrir en mayor medida a la flexibilidad cambiaria y al endurecimiento de la política monetaria. Además, las herramientas prudenciales son importantes para mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero ante perturbaciones financieras externas e internas, mientras que los controles de capital pueden desempeñar un papel limitado y transitorio, siendo discutible su eficacia a medio plazo.

Capítulo IV

Los niveles de deuda pública que arrastran numerosos países industriales han tomado una senda insostenible. Los déficits presupuestarios actuales, en parte cíclicos pero también inflados por las políticas de respuesta a la crisis, son elevados en proporción al PIB. Al mismo tiempo, el aumento del gasto vinculado al envejecimiento de la población se prevé considerable en las próximas décadas. Lo ocurrido recientemente en Grecia y en otras

Capítulo V

naciones de Europa meridional ha mostrado lo rápido que pueden propagarse a otros países las dudas de los inversionistas sobre la solidez de las cuentas públicas de una economía. Además, los altos niveles de deuda pública pueden lastrar el crecimiento económico a largo plazo y, en último término, constituir una amenaza para la estabilidad monetaria.

Estos riesgos subrayan la urgente necesidad de arbitrar medidas creíbles que reduzcan los déficits fiscales en numerosos países industriales. Abordar los desequilibrios fiscales a largo plazo exige reformas estructurales que fomenten el crecimiento del producto potencial y contengan el incremento futuro de los gastos asociados a la distribución por edades de la población. Dichas medidas pueden tener efectos adversos sobre el crecimiento económico a corto plazo, pero peor sería tener que afrontar la súbita pérdida de la confianza del mercado. Un programa de consolidación fiscal, que recortase los déficits en varios puntos porcentuales del PIB durante algunos años, aportaría importantes ventajas, como tasas de interés a largo plazo bajas y estables, un sistema financiero menos frágil y, en definitiva, mejores perspectivas para la inversión y un crecimiento sostenido a largo plazo.

Capítulo VI

La crisis puso de manifiesto las deficiencias en algunos modelos de negocio del sector financiero. Durante mucho tiempo, las empresas financieras obtuvieron una rentabilidad económica comparativamente baja, pero recurrieron a un elevado apalancamiento para cumplir objetivos de rentabilidad sobre recursos propios. Además, supieron aprovechar al máximo la financiación a corto plazo barata. Esta estrategia elevó la volatilidad de sus beneficios, especialmente en periodos de tensión en los mercados. Desde la crisis, los inversionistas han sido más selectivos a la hora de elegir entidades financieras, favoreciendo a aquellas con modelos de negocio más prudentes y mayor capacidad de reacción. En estos momentos, la prioridad de los responsables de las políticas es incorporar en el marco regulador esta mayor severidad que impone el mercado. Un capital de mejor calidad, un menor apalancamiento y una financiación más estable deberían reforzar la futura capacidad de reacción del sector. Esto no tiene por qué minar la rentabilidad a medio plazo, en especial si la reestructuración prosigue y se elimina progresivamente el exceso de capacidad. Además, unos modelos de negocio más robustos requerirían menores costes de financiación, contribuyendo de ese modo a que la rentabilidad del sector sea alta, estable y sostenida.

Capítulo VII

La estabilidad del sistema financiero se ve socavada por la presencia de incentivos distorsionados y efectos de refuerzo procíclicos. La política macroprudencial, que amplía la perspectiva de la política prudencial tradicional, puede reforzar la capacidad de reacción del sistema financiero ante la prociclicidad adaptando las herramientas prudenciales convencionales. Por ejemplo, podrían acumularse reservas de capital anticíclicas en los periodos de auge, cuando el crecimiento del crédito superase la tendencia, para luego liberarlas durante la desaceleración. Otras medidas, como los límites máximos a la relación préstamo/valor (LTV) en el crédito hipotecario, actuarían como un estabilizador automático, al ejercer un mayor efecto restrictivo durante los periodos de expansión, precisamente cuando los

bancos tienden a conceder más crédito aceptando relaciones préstamo/valor más altas. Dichas medidas podrían contribuir a contener los excesos en el crédito y en el precio de los activos, atenuando con ello la acumulación de vulnerabilidades financieras de carácter sistémico.

Abordar la prociclicidad es una tarea que está estrechamente ligada a la política de estabilización macroeconómica tradicional. Un sistema financiero con mayor capacidad de reacción complementa las políticas fiscales y monetarias anticíclicas para responder a las amenazas que pesan sobre la estabilidad financiera en épocas de desaceleración. Ahora bien, la política monetaria tiene que oponerse más a la acumulación de vulnerabilidades financieras sistémicas durante las épocas de expansión, lo que puede hacer ampliando su horizonte temporal, fomentando así de manera más eficaz la estabilidad de precios a largo plazo.

I. Más allá del rescate: salir de cuidados intensivos y concluir las reformas

Tres años después del estallido de la crisis, las expectativas de recuperación y de reformas económicas son elevadas, pero la paciencia es limitada. Las autoridades se enfrentan a un legado abrumador: los efectos secundarios de las continuas medidas de apoyo macroeconómico y financiero, junto con las vulnerabilidades no resueltas del sector financiero, amenazan con obstaculizar la recuperación. Además falta por completar el paquete de reformas necesarias para mejorar la capacidad de resistencia del sistema financiero.

Cuando estalló la crisis financiera transatlántica hace ya casi tres años, la respuesta de las autoridades consistió en aplicar un tratamiento de urgencia y administrar una potente medicación: elevadas dosis de ayuda directa al sistema financiero, bajas tasas de interés, amplia expansión de los balances de los bancos centrales e ingentes estímulos fiscales. Pero unas medidas tan contundentes comportan fuertes efectos secundarios y sus riesgos comienzan a hacerse visibles.

A continuación se indican los mayores problemas que pueden surgir del uso continuado de estas medidas extraordinarias. Las ayudas directas tienden a retrasar ajustes posteriores de vital importancia, con el consiguiente riesgo de crear entidades «zombi», tanto financieras como no financieras. Las bajas tasas de interés que prevalecen en la economía mundial están desalentando la necesaria reducción del apalancamiento, sumándose así a las distorsiones del sistema financiero y causando problemas en otros ámbitos. La expansión sostenida de sus balances hace que los bancos centrales sigan dominando algunos segmentos de los mercados financieros, lo que puede distorsionar la valoración de algunos bonos y préstamos financieros importantes, desalentar la necesaria participación en el mercado de particulares e instituciones privadas y aumentar el riesgo moral al señalar que existe un comprador de último recurso para ciertos instrumentos. Además, los estímulos fiscales están acrecentando cada vez más la deuda pública, que en algunos países ha emprendido una senda claramente insostenible.

Ha llegado el momento de preguntarse cuándo y cómo empezar a prescindir de estas contundentes medidas. No podemos ignorar el hecho de que la acumulación de efectos secundarios entraña un riesgo que, como poco, recomendaría la retirada de estas medidas antes de lo que muchos preferirían. Ahora bien, la retirada de algunas de ellas se ve dificultada por el estado del sector financiero y por las perspectivas macroeconómicas, que son frágiles en muchos países industriales y hacen arriesgado el endurecimiento de las políticas actuales.

En cuanto a las reformas, se está trabajando a buen ritmo. Existen propuestas detalladas y de amplio alcance cuyo objetivo es atajar las diversas causas de la crisis y los efectos de posibles amenazas futuras. Estas reformas harán menos probable una próxima crisis y, en caso de se produzca, ayudarán a que sea menos severa. Sin embargo, tal y como mencionamos hace un año, el éxito exige la contribución de todos¹. Los reguladores tienen que revisar su forma de enfocar la seguridad de los tres elementos esenciales del sistema financiero: instrumentos, mercados e instituciones. Deben establecer un marco macroprudencial para promover la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, más allá de la solidez de cada uno de sus componentes. Las autoridades fiscales han de esforzarse por mantener la sostenibilidad a largo plazo, asegurándose de que sus políticas absorben las perturbaciones (en vez de potenciarlas), acumulando para ello reservas en los buenos momentos con las que poder afrontar los malos. En cuanto a los bancos centrales, deben oponerse a los auges del crédito y del precio de los activos, reconociendo la amenaza que constituyen para la estabilidad de precios y para el crecimiento. El programa de reformas en todos estos frentes (regulador, fiscal y monetario) debe definirse y aplicarse hasta el final.

La primera parte de este capítulo introductorio esboza brevemente las medidas extraordinarias adoptadas durante la crisis y los riesgos derivados de su prolongada aplicación, que principalmente actuó sobre los síntomas. En las secciones posteriores, examinamos las causas subyacentes de la crisis, analizamos el trabajo que se está desarrollando para reformar el sistema financiero y evaluamos lo que todavía queda por hacer.

Servicio de urgencias: respuesta inicial a la crisis

Al acentuarse la crisis con la quiebra de Lehman Brothers, las autoridades aplicaron una serie de medidas de emergencia de intensidad creciente con el objetivo de sostener los sistemas financieros y la economía real. Se trataba en definitiva de medidas típicas de una unidad de urgencias, que obligaron a dejar para más tarde la consideración de cualquier efecto secundario.

Las medidas aplicadas por las autoridades variaron en función de la estructura de sus economías y sistemas financieros: avales sobre activos y pasivos bancarios para evitar la retirada masiva de depósitos; préstamos directos concedidos por autoridades fiscales y bancos centrales, así como organismos financieros internacionales, para permitir refinanciar y evitar así los impagos; inyecciones de capital para evitar insolvencias; nacionalizaciones para que las instituciones en quiebra pudieran seguir dando servicio a sus clientes; eliminación de préstamos de baja calidad de los balances del sector privado y soporte al precio de activos cuyos mercados se habían tornado ilíquidos, con la consiguiente expansión de los balances de los bancos centrales; y certificación pública por los supervisores de la suficiencia del

¹ BPI, *79º Informe Anual*, junio de 2009, Capítulo VII.

capital de grandes bancos. Si hubiera que enumerar todas las medidas adoptadas, se llenarían páginas con programas específicos en prácticamente todas las economías avanzadas y en numerosas economías de mercado emergentes².

Al amplio abanico de acciones directas para apuntalar el sistema financiero se unieron políticas macroeconómicas sin precedentes. Así, se adoptaron políticas monetarias y fiscales extremadamente acomodaticias para hacer frente a las consecuencias de la crisis. En Estados Unidos, Europa y Japón, el déficit público supera ya el 5% del PIB y las tasas de interés oficiales se sitúan en torno a cero. Al agotarse la vía convencional de relajación monetaria, los bancos centrales de importantes países desplazaron su foco de atención desde los precios hacia los volúmenes. En los últimos dos años, el volumen de activos de esos bancos centrales casi se ha duplicado y sigue siendo excesivo.

Cuidados intensivos: el problema de los efectos secundarios

Las políticas de emergencia fueron cruciales en su momento y por lo general lograron sus objetivos a corto plazo, pero en la actualidad, tres años después del estallido de la crisis, muchas de ellas siguen aplicándose. Dicho sin rodeos: la conjunción de las vulnerabilidades persistentes en el sistema financiero con los efectos secundarios de un periodo tan prolongado de cuidados intensivos podría inducir la recaída del paciente.

La crisis ha dejado la coyuntura macroeconómica mundial en un estado más deteriorado que hace tres años. En Europa y Estados Unidos, el desempleo es alto y las perspectivas de la demanda débiles. Los programas de apoyo a mercados e instituciones han generado una dependencia de la que el sistema financiero podría tener dificultades para librarse a menos que continúe la actual política monetaria muy relajada. Además, algunos bancos y sistemas bancarios siguen manteniendo altos niveles de apalancamiento y aún parecen necesitar ayuda constante.

La crisis de la deuda soberana griega ilustra precisamente las fragilidades que perduran en el sistema financiero. A mediados de mayo, las crecientes dificultades asociadas a la solvencia de Grecia desembocaron en problemas de financiación para una serie de bancos, especialmente en Europa, que empezaban a parecerse a los surgidos tras la quiebra de Lehman. Estas dificultades de financiación no sólo reflejaron el nuevo problema de la deuda soberana, sino también las persistentes dudas sobre la calidad de los balances de la banca comercial. Ante esta situación, el BCE se adentró en nuevo territorio anunciando la compra de deuda pública y, al igual que ocurrió en la etapa anterior de la crisis, los bancos centrales abrieron líneas *swap* de emergencia para resolver algunos problemas de financiación.

² Los detalles se incluyen en BPI, *79º Informe Anual*, junio de 2009, y en los Capítulos II y VI del presente Informe Anual.

El apalancamiento continúa elevado en los sectores no financieros de muchos de los países que sufrieron de lleno la crisis. Según se argumenta en el Capítulo II, los hogares de estas economías han comenzado a reducir su endeudamiento, pero su significativo aumento por parte del sector público ha incrementado sustancialmente los niveles de deuda del sector no financiero desde 2007, y para finales de 2010 se prevé que hayan crecido en un 20–40% del PIB en Alemania, España, Estados Unidos, Francia y el Reino Unido. El alto apalancamiento sostenido no sólo implica la fragilidad de los balances de los sectores público y privado, que llevará años solucionar, sino que también limita seriamente el margen de intervención de la política fiscal si se hiciera necesario otro rescate público o privado.

Ciertamente, lo acontecido en el caso de Grecia subraya la posibilidad de que gobiernos altamente endeudados no puedan actuar como compradores de último recurso para salvar a bancos en crisis. Es decir, a finales de 2008 y principios de 2009, fueron los gobiernos quienes prestaron apoyo a la banca cuando ésta tuvo problemas, pero si la deuda del propio gobierno acabase no hallando comprador, cualquier futuro rescate del sistema bancario tendría que provenir del exterior.

La crisis de la deuda soberana griega puede haber retrasado la introducción de medidas monetarias restrictivas, pero cuanto más tiempo permanezcan bajas las tasas de interés en las principales economías avanzadas, mayores serán las distorsiones que generen, tanto a nivel nacional como internacional. Como explica el Capítulo III, un periodo prolongado de tasas de interés reales excepcionalmente bajas puede llegar a alterar las decisiones de inversión, posponer el reconocimiento de pérdidas, aumentar la asunción de riesgo con la consiguiente búsqueda de rentabilidad y fomentar elevados niveles de endeudamiento. La experiencia reciente, con exactamente esas consecuencias hace apenas cinco años, debiera llevar a extremar la cautela en esta ocasión. Es cierto que las circunstancias actuales son muy distintas a las de la primera mitad de la década pasada, pero la crisis de 2007–09 sugiere que los excesos financieros propiciados por las tasas oficiales bajas (auges en el crédito y en el precio de los activos, infravaloración del riesgo, etc.) acaban acarreando efectos devastadores.

Para aquellas economías que crecen con fuerza y precisan tasas oficiales más altas, los bajos niveles que predominan en el sistema financiero mundial no ayudan mucho, por no decir nada. Es más, los diferenciales entre tasas de interés provocan movimientos de capital. Como señalan los Capítulos III y IV, esos flujos presionan sobre los tipos de cambio, favorecen auges del crédito y burbujas en el precio de los activos y desestabilizan la economía cuando los diferenciales entre tasas de interés se normalizan induciendo la reversión de estos flujos.

Los grandes desembolsos fiscales destinados a respaldar la demanda agregada tras el estallido de la crisis de 2007–09, junto con los compromisos anteriores por prestaciones de asistencia sanitaria, pensiones y seguridad social, han hecho que la deuda pública se dispare de forma insostenible en muchos países industriales. Según se examina en el Capítulo V, el envejecimiento de la población empieza a lastrar con fuerza las finanzas públicas de las

economías más avanzadas. Los acontecimientos de la primera mitad de este año muestran que, para algunos países, podría ser ya demasiado tarde para proteger o restablecer con rapidez su posición en los mercados de deuda por sí solos. Pero, en cualquier caso, se imponen con urgencia esfuerzos considerables de consolidación fiscal, tanto en algunos países industriales como de forma general, en dos frentes: recortes para contener los déficits actuales y adopción de medidas convincentes para que éstos no se dispararen en el futuro.

La consolidación fiscal es más urgente si cabe en aquellos países a los que la crisis sorprendió con altos niveles de deuda como resultado tanto del gasto excesivo como de un bajo potencial de crecimiento debido a su falta de competitividad internacional. Los ajustes fiscales son de aplicación directa, aunque suelen resultar dolorosos. Sin embargo, los países que conforman una unión monetaria con sus principales socios comerciales no tienen la opción de recurrir a la devaluación de su moneda, por lo que la mejora de su competitividad sólo puede proceder de una mayor productividad o de menores salarios nominales. Como revela la larga trayectoria de crisis de deuda soberana, cuando los inversionistas pierden la confianza en la capacidad de un país para afrontar el pago de su deuda y se muestran reticentes a seguir invirtiendo en ella, la única opción que queda son los paquetes de ayuda, los rescates e incluso la reestructuración de la deuda.

Diagnóstico: identificar las causas de la crisis

La máxima de todo buen médico debe ser tratar los síntomas de la enfermedad sin olvidar nunca sus causas. Lo que vale para dolencias médicas es igualmente válido para las crisis económicas y financieras, donde las autoridades deben ocuparse de los síntomas y al mismo tiempo seguir adelante con las reformas dirigidas a las causas, para reducir así el riesgo financiero sistémico lo antes posible. Así pues, para valorar mejor cuánto se ha avanzado en estas reformas, primero se resumirán brevemente las causas de la crisis. Todas ellas están sin duda interrelacionadas, pero para facilitar la exposición se dividirán en dos grandes categorías: microeconómicas y macroeconómicas³.

Causas microeconómicas

Las causas microeconómicas pueden subdividirse en tres bloques: incentivos distorsionados, errores en la cuantificación y gestión del riesgo, y deficiencias en materia de regulación y supervisión. La combinación de estos fallos permitió a todo el sector financiero contabilizar beneficios demasiado pronto, con demasiada facilidad y sin los adecuados ajustes en función del riesgo.

³ La sección que sigue resume lo incluido en BPI, *79º Informe Anual*, junio de 2009, Capítulo I.

La crisis puso de manifiesto la distorsión de los incentivos para consumidores, inversionistas, empleados del sector financiero y agencias de calificación por igual. Consumidores e inversionistas no supieron tener suficiente cuidado, endeudándose considerablemente e invirtiendo en productos demasiado opacos y complejos. Los directivos de las entidades financieras, alentados por esquemas retributivos centrados en rendimientos a corto plazo y volúmenes de negocio, elevaron el apalancamiento y acumularon enormes riesgos. Las agencias de calificación, abrumadas por la avalancha de productos estructurados de gran complejidad pero incapaces de decir no a los beneficios que les reportaría su evaluación, no supieron valorar correctamente su probabilidad de impago.

Para cuantificar, valorar y gestionar el riesgo se requieren herramientas estadísticas modernas basadas en gran medida en la experiencia a largo plazo. Incluso para series de datos con abundante información histórica, la creencia de que el mundo evoluciona de forma lenta pero inexorable llevó a infravalorar la importancia del pasado más lejano y sus convulsiones. De este modo, el largo periodo reciente de relativa estabilidad llevó a creer que el riesgo había disminuido de forma permanente, de manera que se compraba y vendía muy barato. Sin embargo, como hemos aprendido a expensas de un gran coste social, esos métodos estadísticos tan generalizados fallan sobre todo al valorar acontecimientos infrecuentes y a gran escala. Cuando más los necesitamos, peor funcionan.

La inadecuada gobernanza de la gestión del riesgo creó problemas adicionales⁴. Los gestores de riesgos tienen la impopular tarea de recomendar a los operadores del mercado que dejen de ganar dinero. La falta de apoyo por parte de la alta dirección relegó a un segundo plano a estos gestores.

Por último, el sistema regulador fue demasiado indulgente y, en el caso de algunas actividades, demasiado fácil de burlar. El exceso de confianza de reguladores y supervisores en la disciplina del mercado (incluida la que supuestamente imponían las agencias de calificación crediticia) les llevó a mantener lo que podría definirse como una presencia extremadamente liviana en algunos países clave del sistema financiero mundial. Y cuando incluso esta leve presencia acabó antojándose excesiva, las instituciones financieras no tuvieron grandes problemas para sacar del perímetro regulador determinadas actividades. Así pues, al librar las batallas equivocadas o no pelear en absoluto, los reguladores y supervisores permitieron la acumulación de un riesgo enorme.

Causas macroeconómicas

Las causas macroeconómicas comprenden dos amplias categorías: problemas asociados con la acumulación de desequilibrios en las posiciones internacionales, y dificultades derivadas de un largo periodo de bajas tasas de interés reales.

⁴ Counterparty Risk Management Policy Group, *Containing systemic risk: the road to reform*, informe del CRMPG III, 6 de agosto de 2008.

Durante la mayor parte de la década anterior a la crisis, los amplios y persistentes superávits y déficits por cuenta corriente generaron flujos netos de capitales desde economías de mercado emergentes donde el capital escaseaba hacia economías industriales donde abundaba. Lo importante no son tanto las diversas opiniones sobre el origen de estos flujos y la consiguiente acumulación de activos internacionales (exceso de demanda interna en algunas de las principales economías avanzadas, superabundancia de ahorro, escasez de oportunidades de inversión, demanda de activos internacionales de bajo riesgo con fines de diversificación o incluso el acopio de «botines de guerra» por economías de mercado emergentes). La clave reside más bien en que la relación simbiótica entre el crecimiento impulsado por las exportaciones en un conjunto de países y el crecimiento basado en el apalancamiento en otros generó grandes flujos brutos y enormes posiciones acreedoras por parte de residentes en países exportadores frente a aquellos en países importadores. Esos flujos y esas posiciones internacionales contribuyeron a la valoración errónea de los activos y a la propagación mundial de la crisis.

El segundo conjunto de causas macroeconómicas tiene su origen en el dilatado periodo de bajas tasas de interés oficiales y a largo plazo, ambas en términos reales, que se inició en 2001 y que tuvo importantes efectos. Uno de ellos fue el auge del crédito concedido a los hogares en numerosas economías avanzadas, que en algunos casos alentó alzas insostenibles en los precios de la vivienda. Otro fue la búsqueda de rentabilidad, que llevó a inversionistas institucionales a correr riesgos adicionales aun cuando el beneficio marginal fuese modesto.

Solucionar las causas de la crisis

Para reforzar los cimientos sobre los que se asienta el sistema financiero, las reformas que se apliquen deben diseñarse tomando como guía las causas que provocaron la reciente crisis financiera mundial. Sólo extrayendo las conclusiones correctas a partir de dichas causas, podrán recetarse soluciones acertadas. De la crisis podría inferirse que actividades como la titulización o la negociación extrabursátil (OTC), o instrumentos financieros como los bonos de titulización de deuda garantizados (CDO) o los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), deberían prohibirse para evitar otro colapso. Aunque así fuera, librar la última batalla no garantiza que se gane la siguiente. Por eso, en su lugar se impone un enfoque flexible y orientado al futuro para solucionar las externalidades que permitieron que determinadas actividades infligieran un daño sistémico. En vez de pretender lo imposible tratando de evitar crisis futuras, debería intentarse reducir tanto la probabilidad de que ocurran como su gravedad.

Como analizó el Informe Anual del año pasado, para construir un sistema financiero con mayor capacidad de reacción, deben encararse los riesgos que plantean dos de sus externalidades: por un lado las quiebras en cadena ocasionadas por exposiciones comunes (instituciones que se enfrentan al mismo tipo de riesgo) y por vínculos (instituciones ligadas entre sí), y por el

otro la prociclicidad⁵. Los dos apartados siguientes resumen las principales reformas necesarias para resolver estas externalidades (Cuadro I.1) y ofrecen una perspectiva general de su engranaje.

Tratamiento: reducir el riesgo de las exposiciones comunes y de los vínculos

Las nuevas normas para reducir el riesgo sistémico que surge de las exposiciones comunes y los vínculos operan en dos frentes: reducir el riesgo de quiebra de cada entidad por separado y la probabilidad de un fallo sistémico.

Reducir el riesgo de quiebras individuales

La probabilidad de que una entidad financiera quiebre puede reducirse con un conjunto de herramientas que: (i) afecten al tamaño, la composición y el nivel de riesgo del balance de la entidad, (ii) mejoren su buen gobierno y el sistema de incentivos de sus directivos y (iii) potencien la disciplina de mercado. Si se utilizan y combinan de forma correcta, estas herramientas deberían reducir la asunción de riesgo, aumentar la capacidad de las entidades de absorber pérdidas y disminuir su probabilidad de quiebra.

Con el primer conjunto de objetivos en mente, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha recomendado cuatro tipos de medidas referidas a los balances que deberían llevar a las entidades bancarias a mantener niveles de capital y liquidez más acordes con su exposición al riesgo⁶.

La primera propuesta del Comité en este sentido mejora la cantidad y calidad del capital de los bancos para que puedan soportar mejor depreciaciones inesperadas de sus activos.

La segunda protege contra la falta de liquidez, al limitar tanto el alcance de la transformación de vencimientos por los bancos (tomar prestado a corto para prestar a largo) como su dependencia de la financiación mayorista. Por obvio que parezca, no está de más recordar que cuanto más se dedique un banco a transformar vencimientos, menos liquidez tendrá. Como ha demostrado la reciente crisis, en épocas de tensión la liquidez tiene al menos tanta importancia como el capital, especialmente para aquellas entidades que se financian en los mercados internacionales o que operan en múltiples jurisdicciones.

La tercera propuesta mejora la cobertura para las exposiciones al riesgo de crédito de contraparte en productos derivados, operaciones con pacto de recompra, préstamo de valores y titulizaciones complejas.

⁵ BPI, 79° Informe Anual, junio de 2009, Capítulo VII.

⁶ En diciembre de 2009, el BCBS publicó dos importantes informes con propuestas para reforzar la normativa sobre capital y liquidez, incluido un conjunto de medidas dirigidas a mejorar la calidad, congruencia y transparencia de la base de capital (*Strengthening the resilience of the banking sector e International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, Consultative Documents, 17 de diciembre de 2009). En la misma línea, el IASB ha propuesto una dotación de provisiones más prospectiva (International Accounting Standards Board, *Financial instruments: amortised cost and impairment*, Exposure Draft ED/2009/12, noviembre de 2009).

El estado de las reformas del sistema financiero				
Reducción de la probabilidad de quiebra de instituciones	Reducción de la propagación y la prociclicidad			
	Instituciones	Mercados	Instrumentos	
	Reformas (en curso)			
<p>Gestionar el tamaño, composición y riesgo de los balances:</p> <p>Mejorar la cantidad y calidad del capital</p> <p>Imponer requerimientos mínimos de liquidez</p> <p>Mejorar la cobertura del riesgo</p> <p>Imponer límites al apalancamiento</p> <p>Mejorar el buen gobierno y los incentivos:</p> <p>Reforzar la gestión de riesgos</p> <p>Mejorar los sistemas de remuneración</p> <p>Mejorar las normas de supervisión y regulación</p> <p>Reforzar la disciplina de mercado:</p> <p>Ampliar la divulgación de información, incluyendo la exposición a titulizaciones</p> <p>Armonizar las normas contables entre países</p> <p>Reforzar la vigilancia de las agencias de calificación crediticia</p>	<p>Reforzar la seguridad de las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI):</p> <p>Limitar el ámbito y alcance de sus actividades</p> <p>Imponer suplementos sistémicos de capital y liquidez</p> <p>Contener la propagación en caso de quiebra de una SIFI:</p> <p>Adoptar una supervisión transfronteriza</p> <p>Desarrollar una gestión y resolución de crisis transfronterizas</p> <p>Exigir a obligacionistas de la entidad (incluidas SIFI) que soporten los costes de disolución</p> <p>Someter a todas las SIFI a regulación</p> <p>Reducir la prociclicidad del sistema financiero:</p> <p>Imponer reservas de capital anticíclicas</p> <p>Aplicar márgenes de garantía y descuentos <i>through the cycle</i></p> <p>Utilizar otros instrumentos, como relaciones préstamo/valor y límites al descalce de monedas</p>	<p>Reconducir los productos OTC hacia entidades de contrapartida central</p> <p>Mejorar la transparencia en la contratación, promoviendo el empleo de registros únicos</p> <p>Reconducir los productos OTC hacia mercados organizados o plataformas de contratación electrónicas</p>	<p>Macro políticas</p>	
	Asuntos pendientes			
	Mantener las SIFI dentro del perímetro regulador	Reconducir los productos OTC hacia mercados organizados o plataformas de contratación electrónicas	Registro y calificaciones crediticias	Integrar consideraciones de estabilidad financiera en el marco de política
Cuadro I.1				

La cuarta añade a los requerimientos de capital complejos y ponderados por riesgo una protección adicional: un límite al coeficiente de apalancamiento. Dado que el apalancamiento amplifica tanto las pérdidas como las ganancias, en épocas difíciles incrementa el riesgo de quiebra⁷.

Algunas jurisdicciones, como Suiza y más recientemente Irlanda, han comenzado a imponer a sus entidades bancarias requerimientos de capital y coeficientes de apalancamiento más estrictos⁸. Las autoridades británicas y estadounidenses han hecho un tanto de lo mismo a través de sus procedimientos para pruebas de tensión (*stress testing*). En esta misma línea, muchas instituciones financieras se han anticipado a las exigencias de los poderes públicos y los inversionistas realizando significativos ajustes en su base de capital.

El segundo conjunto de herramientas para reducir el riesgo de quiebra de una entidad individual concierne al buen gobierno y a los incentivos de su directiva. Los organismos nacionales de supervisión han reforzado en numerosos países la vigilancia sobre las entidades financieras para asegurar una mejor gestión del riesgo. En muchos casos, se han establecido procedimientos especiales de resolución bancaria (incluida la utilización de «testamentos vitales»). Uno de los efectos que se persiguen con estas medidas es que la alta dirección tome mayor conciencia de los riesgos que soportan sus entidades⁹. Otras medidas relacionadas, que buscan alinear mejor las estructuras remunerativas con la prudencia al asumir riesgos, reducirán los incentivos distorsionados que incitan a los directivos a incrementar los beneficios a corto plazo sin tener presentes los riesgos a largo plazo a los que exponen a su entidad y al sistema en su conjunto¹⁰.

Asimismo, el BCBS está preparando una serie de marcos destinados a mejorar las normas de supervisión, los métodos de valoración, los mecanismos de liquidez y las pruebas de tensión. Ya se ha dado el primer paso con el refuerzo de la adhesión a las normas internacionales de supervisión y regulación. En enero de 2010, el FSB publicó un marco sobre

⁷ El análisis se centra en las entidades bancarias, pero la voluntad de disminuir la probabilidad de quiebra también alcanza a otras entidades financieras. Sirva de ejemplo el marco general ideado por los supervisores internacionales de las aseguradoras, Solvencia II, en vigor en la Unión Europea.

⁸ En noviembre de 2008, las autoridades suizas de supervisión bancaria decidieron exigir a los dos mayores bancos suizos nuevas reservas cíclicas de capital y coeficientes de liquidez. Los requerimientos de capital, que entran en vigor en 2013, son entre el 50% y 100% superiores a los establecidos en el Pilar I de Basilea II. En marzo de 2010, las autoridades de supervisión financiera irlandesas anunciaron que, a partir de finales de 2010, el ordenamiento bancario nacional impondría a las entidades del país mantener un nivel mínimo de capital regulador de Nivel 1 del 8% y que, de esa suma, 7 puntos porcentuales habrán de ser capital de máxima calidad (recursos propios). Otras sumas, específicas para cada entidad, se añadirán a los efectos de calcular eventuales pérdidas en sus carteras de inversión crediticia.

⁹ Varios países han propuesto o implantado regímenes de resolución especiales para grandes entidades financieras, como en el caso de Alemania, Estados Unidos, el Reino Unido y Suiza. Asimismo están en estudio planes de resolución transfronterizos, como se ve más adelante.

¹⁰ El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) contempla estas cuestiones en las directrices que ha presentado para la reforma del marco de regulación y supervisión. Véase *FSB principles for sound compensation practices – implementation standards*, septiembre de 2009 (basado en un informe de abril de 2009 redactado por su predecesor, el Foro sobre la Estabilidad Financiera [FSF]). El FSB analiza los avances en la implantación de estas nuevas normas en la publicación *Thematic review of compensation*, marzo de 2010.

dicho asunto que ya se está aplicando y que contiene tres elementos principales: predicar con el ejemplo, revisiones *inter pares* del FSB y fomento de la adhesión global a las normas financieras internacionales.

El tercer conjunto de herramientas se propone aumentar la transparencia para potenciar la disciplina de mercado. Por ejemplo, las mejoras del marco regulador de Basilea II, publicadas por el BCBS en julio de 2009, buscan corregir deficiencias en la divulgación por los bancos de información relativa a su exposición a activos procedentes de operaciones de titulización¹¹. Otras medidas incluyen las avanzadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) y el Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB) para profundizar en la armonización internacional de normas contables; la implementación de la normativa propuesta por la Asociación Internacional de Comisiones de Valores (OICV) ante la necesidad de imponer normas más estrictas y someter a mayor vigilancia a las agencias de calificación crediticia; y las iniciativas dirigidas a mejorar la divulgación de informes en general.

Reducir la probabilidad de un fallo sistémico

El objetivo es erradicar toda inestabilidad innecesaria de la estructura de las distintas instituciones aplicando las fórmulas descritas, sin eliminar por ello la posibilidad de quiebras individuales¹². Lo que se quiere evitar es un sistema que permita la quiebra simultánea de numerosas instituciones, bien por estar expuestas a un riesgo común, bien porque una de ellas fuese tan grande o estuviese tan interconectada que su desplome paralizase todo el sistema y generase una cascada de insolvencias.

El problema planteado por las exposiciones comunes está relativamente claro: un sector financiero compuesto por múltiples instituciones pequeñas pero idénticas es tan propenso al colapso como un sistema con un número reducido de colosos financieros. Para evitar ambas situaciones, los reguladores y supervisores simplemente tendrían que asegurarse de que no todos los intermediarios están expuestos en igual medida a las mismas tensiones.

Pero el verdadero reto consiste en evitar que una sola institución financiera genere una cascada de quiebras, lo que implica tres cosas: (i) reducir la importancia sistémica de las instituciones financieras, (ii) minimizar la propagación de una quiebra individual haciendo que el coste de ésta recaiga en los tenedores de sus obligaciones no garantizadas e (iii) incluir y mantener dentro del perímetro regulador a todas las instituciones y actividades financieras de importancia sistémica. En los tres ámbitos se aprecian progresos, tanto a través de la regulación y supervisión de instituciones individuales —lo que en muchos casos supone un avance hacia la adopción de un marco macroprudencial— como a través de la reforma de las estructuras del mercado.

¹¹ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Enhancements to the Basel II framework*, Revisiones del Pilar 3, julio de 2009. El FSB elabora en estos momentos un informe en el que se revisan de forma colegiada los avances en la divulgación de riesgos por parte de los participantes del mercado.

¹² No obstante, en países más pequeños con un número reducido de instituciones, todas ellas de importancia sistémica, la única opción consiste en eliminar casi por completo la posibilidad de quiebra.

Reducir la importancia sistémica. La primera tarea —evitar que una institución financiera adquiera una dimensión o un grado de interconexión tales que haga intolerable su quiebra— implica hacer frente a los riesgos sistémicos que dicha quiebra, en su caso, plantearía. El riesgo sistémico puede abordarse como el problema de la contaminación: igual que se emplean diversos medios para persuadir a los ciudadanos para no contaminar el aire o el agua, disponemos de diversos instrumentos que podrían disuadir a las instituciones de contribuir al riesgo sistémico, entre ellos las restricciones de actuación y las políticas de precios.

Por lo que respecta a las primeras, las autoridades estudian normas para limitar el alcance de las actividades de los intermediarios financieros o simplemente el tamaño de su activo. Un ejemplo de estas restricciones es la propuesta Volcker, que prohibiría realizar operaciones por cuenta propia a las entidades de depósito bancarias de Estados Unidos¹³.

En cuanto a las políticas de precios, los bancos y otras instituciones podrían verse obligados a pagar por el privilegio de generar riesgo sistémico. Entre las distintas opciones posibles, la mejor parece ser el denominado requerimiento de capital sistémico, en forma de suplementos de capital o liquidez, que obligaría a las instituciones de importancia sistémica a mantener volúmenes relativamente mayores de ambos, reduciendo así las probabilidades de quiebra. En teoría, un sistema impositivo podría lograr idénticos objetivos con la misma incidencia que un requerimiento de capital sistémico, pero la complejidad inherente de esta solución no la hace atractiva¹⁴.

Contener los costes de resolución y el contagio. Limitar la importancia sistémica de las instituciones ayudará a lograr el segundo objetivo: contener el contagio haciendo que el coste total de la quiebra recaiga en los tenedores de obligaciones de la entidad afectada. Para ello, antes de que se produzca la quiebra, hemos de ser capaces de localizar dónde se concentra el riesgo en el sistema y contar con procesos de resolución sólidos y transparentes. Esta tarea tiene repercusiones internacionales evidentes, al tiempo que la cuestión de la transparencia afecta a la estructura de los mercados financieros.

Como ha demostrado la reciente crisis, los procesos de resolución deben incluir la gestión y la resolución transfronterizas de las crisis a fin de contener la propagación de la quiebra de una gran institución financiera internacional¹⁵. Las medidas encaminadas a coordinar la supervisión de dichas instituciones

¹³ Comparecencia de Paul A. Volcker ante el Comité de Banca, Vivienda y Urbanismo del Senado estadounidense, Washington D.C., 2 de febrero de 2010.

¹⁴ Una tercera opción, aún menos apetecible, sería gravar *ex post* a todas las instituciones financieras por los gastos que imponen las quiebras de envergadura a las arcas públicas. El problema de este tipo de impuesto es que no proporciona un desincentivo eficaz que disuada de asumir riesgo adicional.

¹⁵ Se están adoptando una serie de medidas para afrontar este problema. En marzo de 2010, el BCBS publicó un conjunto de recomendaciones. Un grupo de trabajo del FSB está analizando cómo se lleva a cabo la resolución de entidades financieras conforme a los marcos nacionales existentes y cómo interactuarían éstos entre sí a fin de publicar, en octubre de 2010, unos principios que contribuyan a armonizarlos. El FMI también ha estudiado formas eficaces de resolución para instituciones financieras transfronterizas.

para garantizar la congruencia entre las distintas autoridades nacionales permitirán a los reguladores anticiparse a las crisis.

Los colegios de supervisores congregan a las autoridades nacionales encargadas de la supervisión de los grandes intermediarios financieros internacionales con el objetivo de coordinar sus esfuerzos. El FSB, el BCBS y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) están avanzando en un proyecto conjunto para crear colegios de supervisores para todos los grandes intermediarios mundiales, y la Comisión Europea ya ha exigido dicho mecanismo para la Unión Europea¹⁶.

En cuanto a las implicaciones para los mercados, las asimetrías informativas son el combustible que alimenta los pánicos financieros. En la crisis de 2007–09, el contagio se desencadenó por la incertidumbre sobre las exposiciones de las entidades de contrapartida, al ignorarse quién soportaría las eventuales pérdidas. La transparencia y la información son claves en cualquier solución, también para los mercados. Una de las principales iniciativas para reformar la infraestructura de mercado es conceptualmente simple pero técnicamente complicada, y consiste en establecer entidades de contrapartida central (CCP) y exigir llevar más operaciones a los mercados oficiales. Cambiar el sistema de negociación extrabursátil, fundamentalmente bilateral, por otro dominado por las CCP aporta claras ventajas: mejora la gestión del riesgo de contraparte al desempeñar la CCP esta función para ambas partes de la transacción, simplifica la compensación multilateral de posiciones y pagos y aumenta la transparencia poniendo a disposición de los reguladores y del público en general información sobre los precios y los volúmenes en las actividades y posiciones de los mercados¹⁷.

Afortunadamente, los legisladores y reguladores perciben las ventajas del uso de CCP, de la compensación centralizada y de la negociación en mercados organizados, y están realizando avances significativos para aplicar reformas que aumenten la seguridad sistémica¹⁸.

Establecer un amplio perímetro regulador. La tercera tarea —incluir y mantener dentro del perímetro regulador a todas las instituciones y actividades financieras de importancia sistémica— nace de las lecciones extraídas de la crisis financiera. Aunque se han realizado progresos en este

¹⁶ Todos los grupos bancarios transfronterizos europeos deberán disponer de colegio supervisor al término de 2010, conforme a lo dispuesto en la Directiva sobre requisitos de capital (DRC II), en su modificación de 2009. Por su parte, la Directiva Solvencia II exige constituir tal colegio en todos los grupos aseguradores transfronterizos para final de octubre de 2012.

¹⁷ Véase S. Cecchetti, J. Gyntelberg y M. Hollanders, «Entidades de contrapartida central en operaciones con derivados extrabursátiles», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2009, pp. 45–58.

¹⁸ Se han adoptado medidas para fomentar el uso de CCP; entre otras: en septiembre de 2009, se creó un foro de reguladores de derivados extrabursátiles (OTC); ese mismo mes, los principales intermediarios de derivados del G-15 se comprometieron a alcanzar objetivos específicos de compensación central de derivados OTC; en enero de 2010, el Foro Conjunto de reguladores bancarios, de seguros y de valores recomendó reforzar la supervisión de los productos que transfieren riesgo de crédito; en mayo de 2010, el CPSS y la OICV publicaron una revisión de las normas para dotar a las CCP de mejores medios para afrontar los riesgos asociados a la compensación de derivados OTC; el Comité de Basilea propuso ajustar los requerimientos de capital para fomentar el traslado de las posiciones OTC a CCP, y en Europa y Estados Unidos se presentaron propuestas de reforma legislativa.

sentido —por ejemplo, el Foro Conjunto ha recomendado una amplia gama de medidas relacionadas con la congruencia y ámbito de aplicación de la regulación en los distintos sectores y productos financieros¹⁹— todavía queda mucho por hacer.

Tratamiento: reducir la prociclicidad

Como se mencionó antes, prescribir soluciones para lograr un sistema financiero con mayor capacidad de reacción implica gestionar los riesgos derivados de dos tipos de externalidades presentes en el sistema financiero. Ya se explicó el primer tipo: las quiebras en cadena ocasionadas por las exposiciones comunes y los vínculos. El segundo tipo, la prociclicidad, se refiere al refuerzo mutuo que se produce entre el sistema financiero y la economía real. El problema que plantea la prociclicidad es fácil de entender. Cuando la economía se expande, el crédito tiende a simplificarse y abarataarse, ya que los bancos tienen abundancia de fondos para prestar y de capital, los prestatarios gozan de mayor solvencia y los activos que sirven de garantía se revalorizan. En cambio, en épocas de desaceleración sucede lo contrario: los bancos se ven obligados a absorber pérdidas imprevistas, lo que erosiona su capitalización y les fuerza a racionar el crédito; la solvencia de los prestatarios mengua y las garantías se deprecian.

Las autoridades monetarias y prudenciales están desarrollando estabilizadores automáticos que complementen las políticas monetarias discrecionales con el fin de reducir los efectos de amplificación naturales que actúan sobre el sistema financiero. Como se detalla en el Capítulo VII, estos estabilizadores, que son clave para el marco de política macroprudencial, incluyen: reservas de capital anticíclicas, que se calibran para niveles agregados de crédito en función del crecimiento de la actividad económica, de modo que aumenten en épocas de expansión y disminuyan en las de desaceleración; dotación de provisiones *through the cycle*, y constitución de garantías y aplicación de descuentos a los prestamistas más estables durante el ciclo económico. De las reservas de capital y las provisiones *through the cycle* se ocupa el BCBS, mientras las garantías y descuentos se abordan en un reciente informe del Comité sobre el Sistema Financiero Global²⁰. El Capítulo VII también analiza diversos instrumentos de supervisión anticíclicos actualmente en desarrollo, como el ajuste del valor máximo permitido para la razón préstamo/valor y límites a los descortes de monedas.

¹⁹ En enero de 2010, el Foro Conjunto, compuesto por el BCBS, la OICV y la IAIS, publicó el informe titulado *Review of the differentiated nature and scope of financial regulation: key issues and recommendations*, en el que recomendaba una serie de medidas relativas a la adecuación del perímetro regulador, entre ellas: armonizar la regulación de los sectores bancario, de seguros y de valores; reforzar la supervisión y regulación de los grupos financieros, en particular de los que prestan servicios transfronterizos; sentar criterios congruentes y eficaces de concesión de crédito hipotecario; ampliar el alcance de la regulación para abarcar las actividades de los *hedge funds*, y reforzar la supervisión de los productos de transferencia de riesgo de crédito.

²⁰ Comité sobre el Sistema Financiero Global: «The role of margin requirements and haircuts in procyclicality», *CGFS Papers*, n° 36, marzo de 2010.

Reformas: principales áreas pendientes de reforma

Las autoridades monetarias han avanzado significativamente para afianzar los cimientos del sistema financiero. Las reformas en curso deben promulgarse y entrar en vigor, pero no serán suficientes. En el ámbito regulador, a medida que se sigue trabajando en las instituciones, habrá que prestar más atención a los instrumentos y a los mercados. También habrá que redoblar los esfuerzos para garantizar que el perímetro regulador mantenga su vigor ante los inevitables intentos por erosionarlo. Asimismo, hay que reconocer que la mejora de la regulación no bastará por sí sola: las políticas macroeconómicas desempeñan un papel esencial, por lo que debe ampliarse el marco en el que se encuadran para conseguir el sistema más estable que necesitamos.

Tal y como afirmamos el año pasado, el éxito a la hora de construir un sistema financiero más seguro pasa por identificar y mitigar el riesgo sistémico en sus tres componentes clave: mercados, instrumentos e instituciones²¹. Debe reforzarse su seguridad y su transparencia sin que ello dificulte la innovación que mejora la productividad, ni impida su función fundamental de promover la eficiencia de la economía en la asignación de recursos. En cuanto a los mercados, las iniciativas para implantar la compensación y liquidación centralizadas de los derivados OTC suponen una gran mejora de la infraestructura y un primer paso para llevar su contratación a los mercados organizados.

En lo referente a los instrumentos, como ya se analizó en el Informe Anual del pasado año, una manera de equilibrar la innovación con la seguridad es el registro de los productos financieros para limitar el acceso de los inversionistas según su grado de seguridad. Los avances en esta dirección incluyen iniciativas para mejorar la normalización y documentación de los instrumentos (incluidas propuestas para facilitar el uso de entidades de contrapartida central) y los esfuerzos por informar mejor al consumidor reforzando la divulgación de información sobre los productos de inversión. Todos estos avances deberían ser sólo el preludio de reformas de mayor calado.

En una economía de mercado dinámica en la que el principal incentivo es aumentar la rentabilidad, debemos suponer que, siempre que puedan, las instituciones financieras tratarán de poner a prueba los límites de la regulación para escapar a su perímetro o sacar de él algunas de sus actividades. Los reguladores no deben frenar la innovación, pero tienen que asegurarse de que se somete a normas básicas. En otras palabras, hay que impedir que las instituciones financieras de importancia sistémica—independientemente de su tamaño o forma jurídica— puedan esquivar a las autoridades reguladoras y supervisoras. Esto afecta sobre todo a la supervisión macroprudencial, pues la crisis ha demostrado que siempre debe estar alerta ante cualquier amenaza para la estabilidad procedente de algún recoveco del sistema financiero.

²¹ BPI, 79º Informe Anual, junio de 2009, Capítulo VII.

Ahora bien, la reforma regulatoria por sí sola no basta para proporcionar estabilidad financiera. Las políticas monetarias y fiscales también tienen su papel, pero para poder desempeñarlo es necesario que sus marcos sean más amplios y miren más hacia el futuro. Como subrayamos en el Capítulo VII, la política monetaria y la política prudencial anticíclica se complementan para conseguir un sistema financiero con mayor capacidad de reacción. No obstante, la mayor concienciación acerca de los efectos que tienen las tasas de interés sobre los precios de los activos y la deuda no debe producirse a expensas de los objetivos tradicionales de los bancos centrales. Bien al contrario, ambas políticas (monetaria y prudencial) son fundamentales a la hora de conseguir un crecimiento elevado y estable.

En el frente de la política fiscal, la reforma debe posibilitar que las autoridades compensen los déficits que se producen en las recesiones con los superávits obtenidos en las fases de expansión, conservando cierto margen de maniobra para posibles emergencias.

Además, las autoridades nacionales deben ser conscientes de que actúan en un entorno internacional. Para muchas economías de mercado emergentes, esto supone actuar sabiendo que los flujos de capitales pueden tener efectos desestabilizadores, que la acumulación de reservas de divisas no es ninguna panacea y que el crecimiento impulsado por las exportaciones con persistentes desequilibrios por cuenta corriente no puede mantenerse indefinidamente. Y por encima de todo, tal y como concluye el Capítulo IV, para fomentar un ajuste macroeconómico ordenado y un crecimiento mundial equilibrado, no hay sustitutivo posible a una política monetaria más restrictiva y a una mayor flexibilidad cambiaria.

Conclusión

Las tensiones financieras de la primera mitad de 2010 han puesto de relieve las fragilidades que persisten en el sistema financiero de los países industriales: prácticamente cualquier perturbación corre el riesgo de reproducir en cierta medida los acontecimientos de finales de 2008 y principios de 2009. Sin duda, la crisis de la deuda soberana de Grecia está complicando la tímida recuperación de Europa tras la profunda recesión ocasionada por la crisis anterior.

No obstante, a diferencia de entonces, los márgenes de maniobra son ahora menores. Las tasas de interés oficiales ya están en cero en algunos casos y los balances de los bancos centrales se encuentran sobredimensionados. Aunque la deuda del sector privado ha comenzado a disminuir, la deuda pública ha ocupado su lugar, con una serie de países cuyas posiciones fiscales siguen una tendencia insostenible. En resumen, la política macroeconómica se encuentra en peor situación que hace tres años, con menos capacidad de volver a afrontar una crisis, por lo que no será fácil encontrar un nuevo tratamiento si vuelve a producirse una emergencia. Por tanto, una prioridad de la política macroeconómica es ayudar a recuperar la capacidad de reacción ante crisis económicas y financieras mediante la implantación de políticas sostenibles.

Para la política fiscal, la importante consolidación que con urgencia requieren algunos países industriales debería adoptar dos formas: reducción de los déficits actuales y medidas que garanticen la sostenibilidad fiscal a largo plazo. En el caso de la política monetaria, la fragilidad de la macroeconomía podría estar retrasando su endurecimiento. No obstante, las autoridades no deberían perder de vista los riesgos para la estabilidad financiera y macroeconómica que plantea un prolongado periodo de tasas de interés muy bajas. Los efectos secundarios seguirán acumulándose y podrían acabar reforzando precisamente los factores que contribuyeron a la fragilidad del sistema financiero, haciéndolo de este modo más propenso a las crisis.

En la actualidad resulta incluso más acuciante concluir las reformas del sistema financiero, especialmente aquellas que aumenten más rápido su capacidad de reacción, ya que pueden proporcionarle la protección más inmediata en caso de una nueva crisis. Además, una actuación inmediata para mejorar la base de capital y la liquidez de los bancos no obstaculizará la recuperación. Todo lo contrario, al dotar de solidez a las instituciones financieras, estas medidas promoverán una recuperación sostenible.

Estos esfuerzos nos acercarán al objetivo a largo plazo de hacer que las crisis del futuro sean menos probables y menos virulentas. Para completar esta labor hay que adoptar sin demora las reformas pendientes, a saber implantar un perímetro regulatorio impermeable para todas las instituciones financieras de importancia sistémica, paliar las deficiencias sistémicas de la infraestructura e instrumentos del mercado, e integrar las cuestiones de estabilidad financiera en los marcos de política macroeconómica.

II. De la sala de urgencias a la unidad de cuidados intensivos: el año en retrospectiva

Los precios de los activos y la actividad económica se han recuperado desde los mínimos alcanzados durante la crisis financiera. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 desató la caída libre de las cotizaciones en los mercados financieros. El desplome se interrumpió en marzo de 2009, cuando los precios de los activos de riesgo comenzaron a remontar, sustancialmente en algunos casos. La actividad económica mundial se estabilizó a mediados de ese año, para iniciar su expansión poco después. Los desequilibrios financieros latentes en la crisis han empezado a corregirse. Los bancos han iniciado un proceso de recomposición de sus balances y reducción de su apalancamiento, que sin embargo dista de haber finalizado. En algunos de los países más afectados por la crisis, también los hogares han empezado a reducir su endeudamiento, pero en mucha menor medida que tras crisis anteriores.

Así pues, la recuperación está en marcha, pero es frágil. Las inéditas políticas adoptadas en los tres últimos años han logrado evitar otra Gran Depresión, pero están llegando a su límite. Los déficits públicos se han disparado hasta el punto de cuestionar la sostenibilidad de las finanzas públicas (véase el Capítulo V). De hecho, el endeudamiento público ocupó el lugar del privado como principal preocupación de los inversionistas, como pusieron de manifiesto las turbulencias de los mercados financieros en el segundo trimestre de 2010. Diversos países han respondido anunciando medidas de consolidación presupuestaria.

En este entorno, la política monetaria se enfrenta a un dilema. Por una parte, un proceso prematuro de subida de las tasas de interés y de contracción de los sobredimensionados balances de los bancos centrales podría truncar la recuperación. Pero por la otra, un endurecimiento demasiado tardío podría demorar el necesario proceso de ajuste, lo que implicaría un sistema financiero menos estable a medio plazo (véase el Capítulo III).

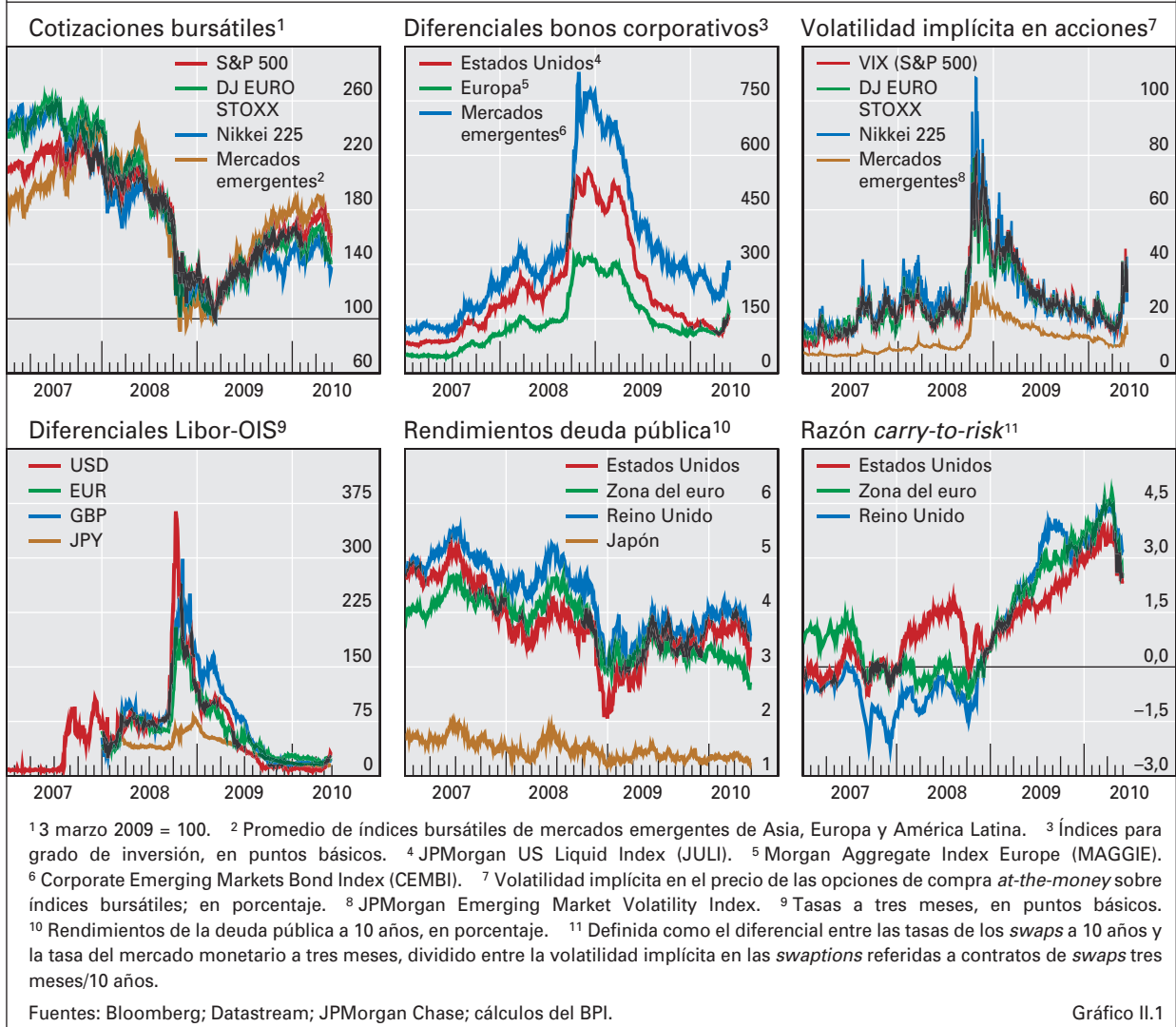
Recuperación incierta

Repunte de los mercados

La recuperación de los mercados financieros precedió al repunte de la actividad económica en las principales economías avanzadas. Los indicadores económicos clave siguieron en niveles deprimidos en el primer trimestre de 2009, pero los inversionistas centraron su atención en los síntomas incipientes de que las condiciones económicas podrían estabilizarse más pronto que tarde. Entre marzo de 2009 y abril de 2010, las bolsas de todo el mundo subieron con fuerza, aunque las cotizaciones se mantuvieron por debajo de sus máximos

Recuperación liderada por los mercados financieros

Precios de los activos



previos a la crisis (véase el Gráfico II.1). Los diferenciales de rendimiento se estrecharon hasta valores equiparables a su promedio de largo plazo, sus volatilidades implícitas cayeron hasta sus mínimos de mediados de 2007 y los rendimientos de la deuda pública, en especial la estadounidense, remontaron desde sus mínimos de finales de 2008. Conforme se relajaban las tensiones en los mercados monetarios y los bancos parecían más dispuestos a prestarse entre sí, el diferencial del Libor con la tasa de los *swaps* sobre índices a un día (OIS) se estrechó desde su máximo de finales de 2008.

Muchos de los mercados que se habían paralizado durante la crisis, aunque no todos, comenzaron a funcionar de nuevo. A finales de 2008, los avales públicos fomentaron la emisión de deuda de las instituciones financieras, seguida de emisiones no garantizadas en 2009. Las empresas no financieras colocaron más bonos en el primer semestre de 2009 que en los seis meses previos a la crisis, aunque este aumento podría haberse debido en parte a la escasez de financiación bancaria. De hecho, en las principales economías avanzadas, el crédito bancario al sector privado se estancó o incluso se contrajo,

y el mercado de titulizaciones continuó acusando debilidad. En Estados Unidos, por ejemplo, donde el grueso del crédito hipotecario se tituliza, persiste la atonía en la emisión de bonos de titulización hipotecaria (MBS) sin garantía del sector público.

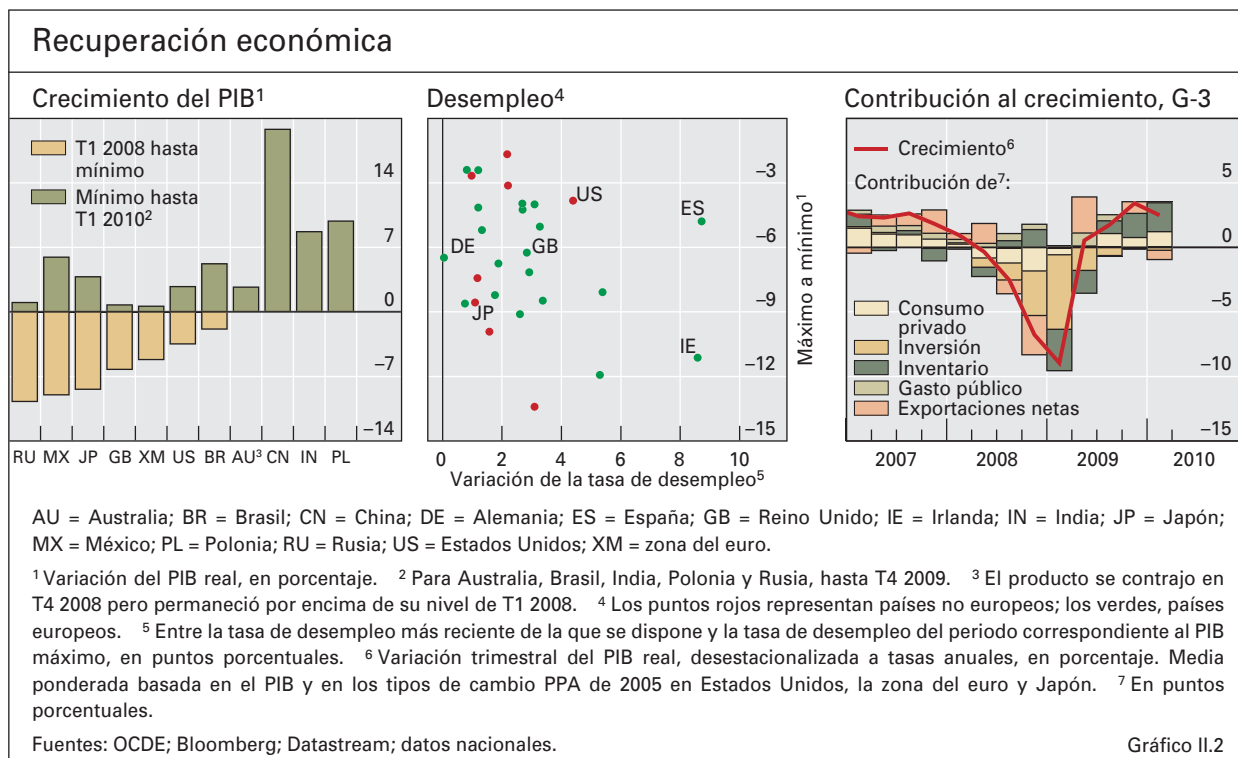
La recuperación financiera durante gran parte de 2009 y comienzos de 2010 ha sido portentosa, pero se encuentra amenazada. La preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas y por la solvencia bancaria alentó episodios de volatilidad a finales de 2009 y de nuevo a comienzos de 2010. Sin embargo, su importancia fue escasa en comparación con la del episodio de ventas masivas que tuvo lugar en abril y mayo de 2010, cuando los precios de los activos de riesgo sufrieron fuertes caídas al dudar los inversionistas de la capacidad de Grecia y, en menor medida, de España y Portugal para afrontar el servicio de sus deudas. Las autoridades respondieron con el mayor paquete de rescate de la historia y una nueva serie de medidas de emergencia por parte de los bancos centrales que, si bien lograron evitar el contagio en la zona del euro, fueron incapaces de restablecer la confianza de los inversionistas.

La preocupación por el riesgo soberano amenaza con truncar la recuperación financiera

Recuperación económica desigual

La caída de la actividad económica mundial comenzó a desacelerarse en el segundo trimestre de 2009 y dio paso al crecimiento hacia mediados del año. La magnitud tanto de la contracción como de la expansión varió enormemente entre países (véase el Gráfico II.2, panel izquierdo). China, la India y Polonia evitaron por completo la contracción: su PIB sólo se desaceleró, para retornar enseguida a las tasas previas a la crisis. En Australia y Brasil, el producto se contrajo brevemente, para crecer luego deprisa y superar pronto los niveles

Recuperación a distintas velocidades



anteriores. En el primer trimestre de 2010, en cambio, el producto permaneció por debajo de su nivel previo a la crisis en Estados Unidos, la zona del euro, Japón y el Reino Unido.

Brusco aumento del desempleo en países que habían experimentado auges de la construcción...

El descenso de la actividad económica ocasionó un pronunciado aumento del desempleo en una serie de países, especialmente aquéllos que habían conocido auges de la construcción antes de la crisis. La tasa de desempleo se disparó en España e Irlanda más de 8 puntos porcentuales, y casi 5 puntos en Estados Unidos, por los despidos en los sobredimensionados sectores de la construcción (Gráfico II.2, panel central). En España, el elevado porcentaje de empleo temporal también acentuó la sensibilidad del desempleo a las variaciones del producto¹. En Estados Unidos, el desempleo alcanzó su nivel más alto desde la década de 1930, aun cuando su PIB se contrajo menos que en la mayoría de las economías avanzadas.

... pero menos acusado en otras economías

Las consecuencias sobre el empleo fueron menos severas en la mayor parte de las demás economías avanzadas. La pérdida de puestos de trabajo resultó particularmente moderada en algunas economías de Europa continental y en Japón. Por ejemplo, el desempleo sólo aumentó en poco más de 1 punto porcentual en Alemania, pese a la caída relativamente grande (6,5%) del PIB. Esta limitación del deterioro del mercado laboral fue posible gracias a medidas que permiten reducir las horas trabajadas por empleado sin necesidad de recurrir al despido. En Japón, una combinación del Programa de Subvención al Ajuste del Empleo y un descenso de los salarios por hora trabajada disminuyeron los incentivos para despedir trabajadores, de forma que, pese a una caída del PIB superior al 8%, el desempleo aumentó menos de 2 puntos porcentuales.

Frágil recuperación en las principales economías avanzadas...

La recuperación está aún lejos de poder sostenerse por sí misma en las grandes economías avanzadas. En las del G-3, la recomposición de existencias representó la mayor parte del crecimiento anualizado del 2,5% registrado en el primer trimestre de 2010 (Gráfico II.2, panel derecho). La inversión privada permaneció en territorio negativo por octavo trimestre consecutivo, por lo que siguió lastrando el crecimiento económico. Dicho esto, se han materializado pocos de los escenarios de crecimiento adversos pronosticados durante el periodo analizado.

... pero síntomas de recalentamiento en las mayores EME

Un panorama completamente distinto se ha observado en algunas economías de mercado emergentes (EME). Las políticas expansivas internas, sumadas al impacto de políticas monetarias y fiscales relajadas en las grandes economías avanzadas, han dado lugar a síntomas de recalentamiento en algunos casos (véase el Capítulo IV). La inflación de precios al por mayor en la India rondó el 10% a comienzos de 2010 y están apareciendo tensiones inflacionistas en otras EME.

El rápido deterioro de los déficits fiscales hace temer por el riesgo soberano

La combinación de voluminosos programas de estímulo fiscal, paquetes de rescate financiero y caídas en la recaudación tributaria ha generado déficits

¹ Véanse FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2010, Capítulo 3; y Banco de España, *Boletín Económico*, febrero de 2010, pp. 32-43.

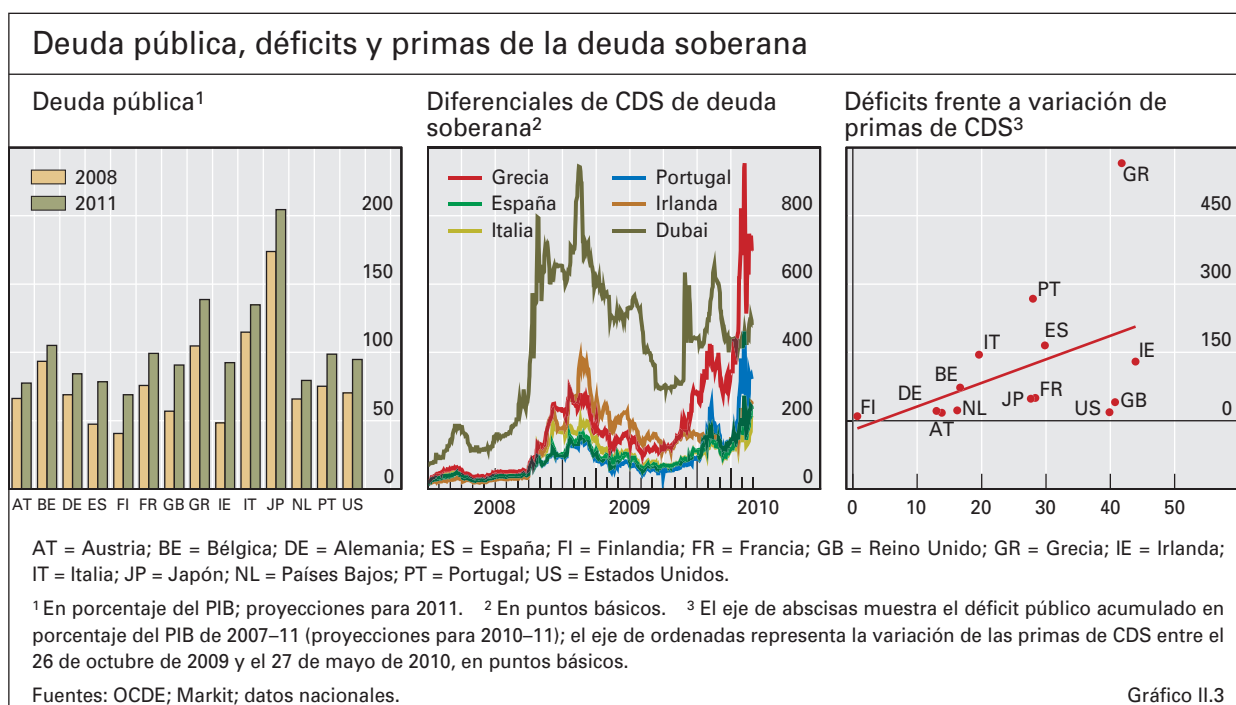
históricos en los presupuestos estatales y niveles récord de deuda pública —efectiva y prevista— en la mayoría de los países industriales (véase el Gráfico II.3, panel izquierdo). Estos problemas surgen en un momento en el que los gobiernos de economías avanzadas se enfrentan ya al rápido crecimiento de pasivos implícitos insuficientemente financiados, derivados del envejecimiento de sus poblaciones. Esa confluencia de factores suscita serios temores sobre la sostenibilidad de las políticas fiscales en el mundo industrial (véase el Capítulo V), agudizando la preocupación por el riesgo soberano. En consecuencia, los rendimientos de la deuda y los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de la deuda pública de varios países se ampliaron de forma significativa en el pasado año (Gráfico II.3, panel central), motivando políticas sin precedentes en diversos frentes.

La acumulación de deuda pública hizo temer por el riesgo soberano...

La inquietud por el riesgo soberano surgió tras los enormes paquetes de rescate financiero y programas de estímulo fiscal anunciados a finales de 2008 y comienzos de 2009. Durante buena parte de 2009, esta inquietud se mantuvo relativamente contenida enmascarada por el temor que suscitaron la desaceleración de la actividad económica mundial y el consiguiente aumento del desempleo. El riesgo soberano cobró protagonismo por vez primera en noviembre de 2009, cuando los diferenciales de los CDS soberanos de Dubai se dispararon tras la inesperada solicitud presentada por Dubai World, uno de los tres vehículos de inversión estratégica del país, de una moratoria en el servicio de su deuda.

A finales de 2009 la atención basculó hacia la zona del euro, donde los abultados déficits presupuestarios de varios países auguraban un intenso deterioro de los cocientes deuda pública/PIB. La preocupación se centró en la situación fiscal de Grecia, pero se amplió a otros países aquejados por una perjudicial conjunción de elevados déficits fiscales y escasa competitividad,

... particularmente en algunas economías de la zona del euro



como España y Portugal. Los rendimientos de la deuda soberana griega y los diferenciales de los CDS sobre ésta emprendieron una tendencia al alza en diciembre de 2009, hasta dispararse a finales de abril de 2010, cuando Standard & Poor's rebajó la calificación de la deuda griega a la categoría de bono «basura». Esa misma semana, la agencia recortó las calificaciones de España y Portugal, desencadenando fuertes ampliaciones de los diferenciales de los CDS de ambos países. A comienzos de mayo, los países miembros de la zona del euro y el FMI se comprometieron a apoyar a Grecia con un paquete crediticio de emergencia por importe de 110.000 millones de euros tras el compromiso del Gobierno heleno de aplicar severas medidas de austeridad. Sin embargo, a los pocos días del anuncio, quedó claro que dichas medidas serían insuficientes para calmar los ánimos de los inversionistas. En respuesta a la escalada de los diferenciales de la deuda y de los CDS, la UE y el FMI anunciaron un paquete de estabilización fiscal conjunto por valor de 750.000 millones de euros. Tras el anuncio, ambos diferenciales se estrecharon sustancialmente desde los niveles máximos alcanzados la semana anterior.

Los países que anunciaron preventivamente medidas de consolidación fueron más inmunes a las presiones del mercado. En la zona del euro en general, la magnitud de la variación en los diferenciales de los CDS soberanos mostró una correlación positiva, aunque no perfecta, con los déficits presupuestarios de los respectivos gobiernos (Gráfico II.3, panel derecho). No obstante, en el caso de Irlanda, los diferenciales de la deuda pública permanecieron relativamente estables durante 2009 y principios de 2010, mientras que su déficit presupuestario para 2007–11 se prevé mayor que los de España y Portugal y próximo al de Grecia². Dicha estabilidad probablemente se explica por las medidas de austeridad creíbles anunciadas con carácter preventivo por el Gobierno irlandés en marzo de 2009 y por sus perspectivas de crecimiento económico más favorables.

La importancia de haber acometido la consolidación fiscal en el momento oportuno se apreció en mayo, cuando las medidas de austeridad sancionadas por los Gobiernos de España, Grecia y Portugal fueron acogidas con tibieza en los mercados. Los diferenciales de la deuda y de los CDS se estrecharon tras el anuncio de paquetes de medidas fiscales contractivas, pero menos que en reacción al paquete de estabilización fiscal conjunto de la UE y el FMI por importe de 750.000 millones de euros. Los inversionistas parecen haber considerado las medidas de austeridad, que incluían recortes salariales en el sector público, subidas de impuestos y retrasos en la edad de jubilación, como meras etapas iniciales de un largo e ineludible proceso de ajuste de las cuentas públicas. Además, siguen albergando serias dudas sobre la capacidad y determinación de los gobiernos a la hora de aplicar estas medidas.

La preocupación por el riesgo soberano se propagó rápidamente al sector bancario. Como es lógico, sus efectos fueron mayores sobre las cotizaciones

² La ampliación de los diferenciales de los CDS soberanos de Estados Unidos, Japón y el Reino Unido fue también mucho menor que la registrada en los países altamente endeudados de la zona del euro, pese a que sus posiciones fiscales eran equiparables.

bursátiles y los diferenciales de rendimiento de los bancos domiciliados en los países cuya solvencia se percibía más deteriorada (España, Grecia y Portugal). Con todo, otros bancos de la zona del euro también resultaron muy afectados debido a su mayor exposición relativa a la deuda pública de esos países. Al término de 2009, cinco sistemas bancarios de la zona del euro (los de Alemania, Bélgica, Francia, Italia y los Países Bajos) poseían en torno al 17% de la deuda pública griega en circulación, lo que equivalía al 6,5% del capital de Nivel 1 de todos ellos. Del mismo modo, su exposición conjunta a la deuda pública de España y Portugal representaba el 8,9% y el 4,1% de su capital de Nivel 1, respectivamente³.

Política monetaria aún muy expansiva

La política monetaria continúa siendo muy expansiva en casi todo el mundo, aunque los bancos centrales de algunos de los países con mayor crecimiento han comenzado a retirar los estímulos aplicados durante la crisis. Las tasas de interés oficiales en las principales economías avanzadas siguen en mínimos históricos y los balances de los bancos centrales apenas se han contraído desde los abultados niveles alcanzados entonces (véase el Gráfico II.4). Las tasas de interés a corto plazo cercanas a cero mantienen bajo el coste de la financiación e incrementan el valor actual neto de los pagos futuros. Además, las compras de activos por los bancos centrales han elevado sus precios, directa e indirectamente.

Política monetaria muy expansiva

La disparidad en la recuperación económica dejó su impronta en la política de los bancos centrales. A finales de 2008 y comienzos de 2009, el desafío primordial para la banca central en todo el mundo había consistido en evitar el desmoronamiento del sistema financiero y limitar la contracción de la actividad económica. Conforme la recuperación avanzaba, los retos empezaron a diferir entre las regiones. Los bancos centrales de Australia, Brasil, la India, Israel, Malasia y Noruega elevaron las tasas de interés oficiales al remitir la amenaza de una grave contracción y aparecer tensiones inflacionistas, aunque las tasas permanecen en niveles reducidos con arreglo a patrones históricos. El Banco de la Reserva de la India elevó además los coeficientes de reservas obligatorias de sus bancos. Una medida similar adoptó el Banco Popular de China para contener el rápido crecimiento del crédito.

Endurecimiento monetario en algunos de los países de mayor crecimiento...

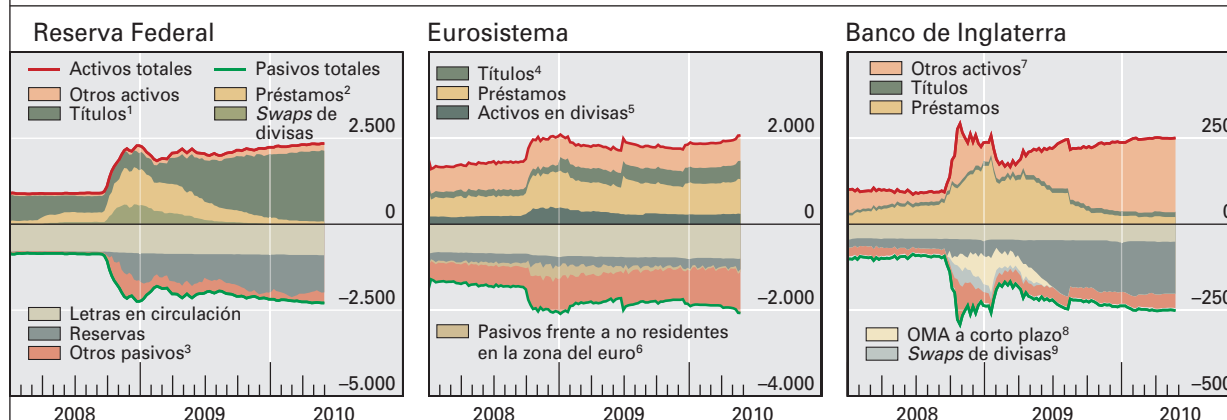
En cambio, la Reserva Federal, el BCE, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra mantuvieron sus tasas oficiales en los niveles mínimos registrados durante la crisis. Las excepcionales medidas de política de los dos últimos años se fueron retirando hasta mayo de 2010, cuando las turbulencias en los mercados de deuda pública de la zona del euro dieron pie a nuevas iniciativas y a la restitución de algunas de las medidas anteriores. Para entonces, el Banco de Japón y la Reserva Federal ya habían eliminado la mayoría de las facilidades de liquidez creadas durante la crisis. Las líneas *swap* concertadas por la Reserva Federal con otros bancos centrales expiraron formalmente en

... pero tasas cercanas a cero en las principales economías avanzadas

³ Cifras basadas en las estadísticas bancarias consolidadas del BPI con arreglo al criterio del riesgo último y en las estadísticas de deuda pública de la OCDE.

Activos y pasivos de los bancos centrales

En miles de millones de unidades de las respectivas monedas



¹ Títulos mantenidos directamente (incluye *Term Securities Lending Facility*, TSLF). ² Operaciones con pacto de recompra, *term auction credit* (TAF), otros préstamos y *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). ³ Incluye pasivos frente a bancos centrales. ⁴ Títulos de residentes de la zona del euro y deuda pública total, en euros. ⁵ Incluye subastas de liquidez en dólares de EEUU. ⁶ En euros. ⁷ Incluye subastas de liquidez en dólares de EEUU y la facilidad de compra de activos. ⁸ Operaciones de mercado abierto, incluida la emisión de títulos del Banco de Inglaterra en libras esterlinas. ⁹ Líneas *swap* con la Reserva Federal.

Fuentes: Datastream; datos nacionales.

Gráfico II.4

febrero de 2010, aunque algunos de ellos ya habían interrumpido total o parcialmente las subastas de dólares bastante antes. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra habían dejado de adquirir valores en el marco de sus programas de compra masiva de activos financieros, pero sin reducir el tamaño de las carteras de activos acumuladas⁴. Por su parte, el BCE había suspendido sus operaciones especiales de financiación a tres, seis y 12 meses.

El deterioro de las condiciones financieras, especialmente en la zona del euro, condujo en abril y mayo de 2010 a otra ronda de medidas de política no convencionales. Dentro del ingente paquete de rescate aprobado el 10 de mayo, el BCE anunció que, a fin de proveer liquidez y agilizar el funcionamiento del mercado, compraría valores emitidos por Estados miembros de la zona del euro. También reintrodujo las subastas de liquidez a seis meses. La Reserva Federal restableció las líneas *swap* concertadas con otros bancos centrales para aplacar la nueva preocupación por las dificultades de los bancos no estadounidenses para obtener financiación en dólares (véase más adelante).

La orientación, en general muy expansiva, de la política monetaria tendrá que tornarse más restrictiva en algún momento, por una serie de razones. En primer lugar, aunque el producto permanece muy por debajo del potencial en los países más afectados por la crisis, el grado de holgura de la economía podría ser inferior al sugerido por las medidas convencionales

⁴ Estas carteras pueden tener efectos expansivos aun cuando las compras hayan finalizado en la práctica, ya que afectan a la oferta relativa de valores y, por tanto, a su precio relativo, dado que los activos son sustitutos imperfectos. Resulta complicado identificar empíricamente la magnitud de ese «efecto del equilibrio de cartera», pero un estudio reciente indica que dicho efecto explica el grueso de la sustancial caída de los rendimientos a largo plazo en una amplia gama de valores que se produjo tras las compras de activos por la Reserva Federal. Véase J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache y B. Sack, «Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: did they work?», en Banco de la Reserva Federal de Nueva York, *Staff Reports*, n° 441, marzo de 2010.

de la brecha del producto. La acumulación de desequilibrios económicos en la fase de gestación de la crisis sugiere que el crecimiento del producto potencial podría no haber sido tan alto como entonces se pensaba. Además, las alteraciones financieras causadas por la crisis y la pérdida de aptitudes de los desempleados de larga duración podrían reducir el producto potencial durante algún tiempo. Así pues, las tensiones inflacionistas podrían reaparecer antes de lo previsto. En segundo lugar, las reducidas tasas de interés generan distorsiones que podrían acarrear desagradables efectos secundarios (véase el Capítulo III). Dicho esto, el ajuste de las finanzas públicas en una serie de países implica un menor estímulo fiscal, que, a su vez, afectará a la política monetaria.

Fragilidad de los bancos

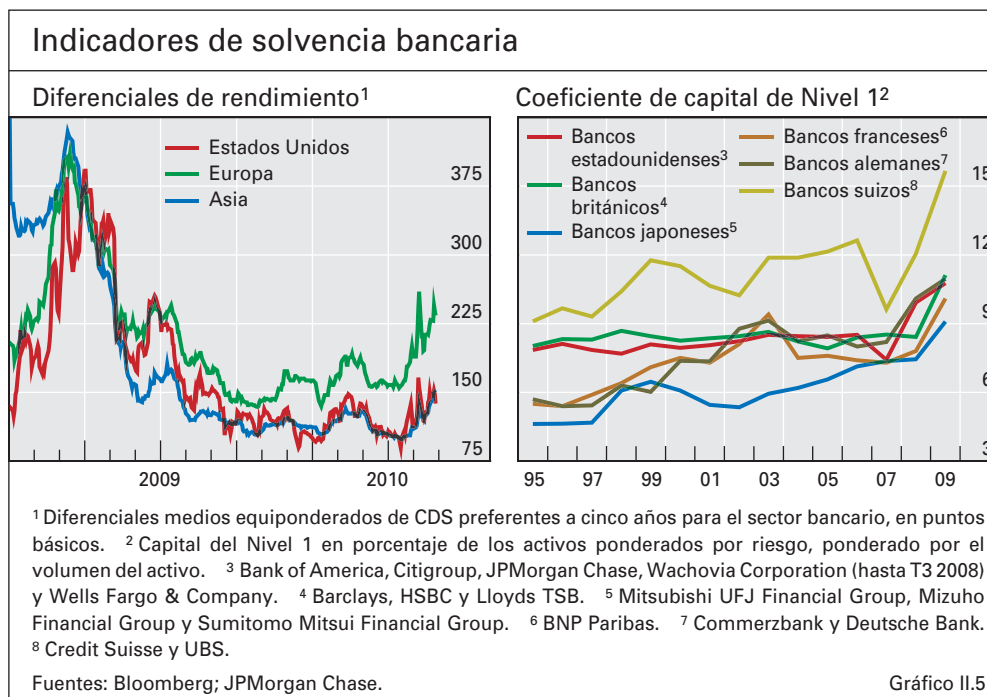
Tras un devastador 2008, muchos de los principales bancos estadounidenses y europeos consiguieron una mejoría en sus balances. Después de que las inyecciones de capital rescataran al sistema bancario del abismo, el alza de precios de los activos y la mayor pendiente de la curva de rendimientos propiciaron el retorno de los bancos a la rentabilidad en 2009 (Cuadro II.1). A medida que transcurría el año, y conforme remitía el temor de los inversionistas a un inminente colapso, los diferenciales de los CDS y de la deuda bancaria se estrecharon considerablemente (Gráfico II.5, panel izquierdo).

En términos agregados, las inyecciones de capital en el sector, en buena parte procedentes de las arcas públicas, prácticamente han cubierto las pérdidas bancarias reconocidas durante la crisis. A mediados de abril de 2010, las

El nuevo capital elevó los coeficientes de capital de Nivel 1

Rentabilidad de los principales bancos ¹												
En porcentaje de los activos totales												
	Beneficio antes de impuestos			Margen de intermediación			Resultado de la cartera de negociación			Ingresos netos por comisiones		
	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²	2007	2008	2009 ²
Alemania (7)	0,26	-0,45	-0,03	0,52	0,62	0,78	0,05	-1,01	0,19	0,43	0,34	0,38
Australia (4)	1,40	0,99	0,93	1,68	1,64	1,87	0,12	0,07	0,11	0,50	0,48	0,47
Austria (3)	1,12	0,46	0,63	1,95	2,44	2,46	0,17	-0,08	0,34	1,01	1,00	0,92
Canadá (5)	1,08	0,45	0,68	1,43	1,38	1,69	...	-0,31	0,13	1,09	0,81	0,93
España (5)	1,44	1,07	0,93	1,72	1,85	2,27	0,15	0,19	0,12	0,82	0,74	0,73
Estados Unidos (8)	0,96	0,28	0,41	2,23	2,30	2,70	0,05	0,02	0,27	...	...	0,68
Francia (6)	0,41	0,04	0,18	0,49	0,68	1,05	0,56	-0,24	0,25	0,47	0,39	0,44
Italia (5)	0,88	0,27	0,37	1,73	2,02	1,92	0,09	-0,26	0,11	0,95	0,85	0,82
Japón (13)	0,59	-0,16	0,28	0,95	0,93	0,96	0,23	0,04	0,12	0,41	0,36	0,34
Países Bajos (5)	0,16	-0,57	-0,08	0,68	0,97	1,24	0,15	-0,61	0,01	0,34	0,30	0,35
Reino Unido (8)	0,76	-0,05	-0,05	1,02	0,87	0,94	0,49	-0,07	0,51	0,58	0,40	0,47
Suecia (4)	0,89	0,67	0,34	0,97	0,99	1,02	0,16	0,15	0,27	0,58	0,44	0,41
Suiza (6)	0,38	-1,75	0,21	0,53	0,61	0,56	0,28	-0,68	0,58	1,01	0,93	0,92

¹ Entre paréntesis, número de bancos en la muestra de 2009. ² Datos más recientes de los que se dispone.
Fuente: Bankscope. Cuadro II.1



pérdidas y depreciaciones totales reconocidas superaban los 1,30 billones de dólares, mientras el capital captado rondaba los 1,24 billones⁵. Al término de 2009, este nuevo capital —combinado con el menor crecimiento del crédito y la reorientación hacia títulos públicos y activos líquidos más seguros— contribuyó a elevar los coeficientes de capital de Nivel 1 de los bancos estadounidenses y europeos hasta sus niveles más altos de los últimos 15 años (Gráfico II.5, panel derecho).

Pese a la mejora de los balances de los bancos, diversos factores plantean dudas sobre la sostenibilidad de los beneficios bancarios. En primer lugar, los beneficios de muchos bancos de Europa y Estados Unidos en 2009 dependieron en gran medida de los ingresos, normalmente volátiles, obtenidos en los mercados de renta fija y divisas (Cuadro II.1). Los cocientes préstamos/depósitos de un buen número de grandes bancos internacionales disminuyeron ese año. Además, los datos agregados de Estados Unidos, la zona del euro y Japón muestran que el crédito al sector privado (Gráfico II.7, panel izquierdo) también se contrajo en 2009, tras haberse desacelerado a mediados de 2008 después de que la banca endureciese sus criterios de concesión de crédito.

En segundo lugar, la reducida volatilidad y la pronunciada pendiente de la curva de rendimientos, en especial para plazos cortos, animaron a los bancos a asumir riesgo de descalce. La razón *carry-to-risk* de estas estrategias creció sustancialmente hasta abril de 2010 (Gráfico II.1, panel inferior derecho). En un contexto de atonía del crédito a empresas y al sector

⁵ A mediados de abril de 2010, los bancos norteamericanos habían captado nuevo capital por importe de 518.000 millones de dólares, lo que equivale al 72% de las pérdidas registradas. La banca europea había captado 341.000 millones de dólares, lo que equivale aproximadamente a las pérdidas reconocidas. Y en los bancos asiáticos, el capital total captado triplicaba con creces los 34.000 millones de dólares de pérdidas afloradas.

La rentabilidad bancaria podría revelarse insostenible...

... si la curva de rendimientos se aplanase...

inmobiliario residencial, los bancos lograron generar beneficios mediante la simple canalización de fondos hacia valores a plazos más largos y libres de riesgo de impago, por lo que un aplanamiento de la curva de rendimientos podría elevar sus costes de financiación u ocasionar pérdidas en el lado del activo valorado a precios de mercado.

En tercer lugar, no está claro que se hayan reconocido todas las pérdidas relacionadas con la crisis. Por ejemplo, los requisitos de divulgación de información financiera aplicados a los bancos europeos, al ser menos rigurosos y oportunos, han complicado la estimación de futuras pérdidas contables en esas instituciones. Además, existe evidencia creciente de que cabe esperar nuevas pérdidas derivadas de las exposiciones al sector inmobiliario de uso comercial. En Estados Unidos, los precios de los locales comerciales han caído más de un tercio desde su máximo, al tiempo que la tasa de morosidad en el crédito a ese sector ha superado el 8%, duplicando la tasa registrada a finales de 2008 y cuadruplicando con creces la del cierre de 2006. En numerosos países europeos, la evolución de los mercados inmobiliarios de uso comercial no ha sido mucho mejor. En Irlanda y el Reino Unido, en particular, los precios de los inmuebles comerciales han caído respectivamente un 39% y 46% desde sus máximos, previéndose un creciente afloramiento de pérdidas contables en los balances de los bancos europeos en los próximos años. Los indicios apuntan a que algunos bancos han decidido refinanciar los créditos previos en lugar de ejecutar la hipoteca, posponiendo así el reconocimiento de pérdidas.

... y continuarán aflorando pérdidas en los activos

En cuarto lugar, los bancos están muy expuestos al riesgo soberano, como puso de manifiesto la brusca caída de las cotizaciones bursátiles de los bancos con carteras especialmente abultadas de deuda pública española, griega y portuguesa en el segundo trimestre de 2010. El riesgo de esas exposiciones se conocía desde hacía tiempo en el caso de los bancos en las EME, pero se había ignorado en las economías avanzadas.

Riesgo soberano en las economías avanzadas, al igual que en las EME

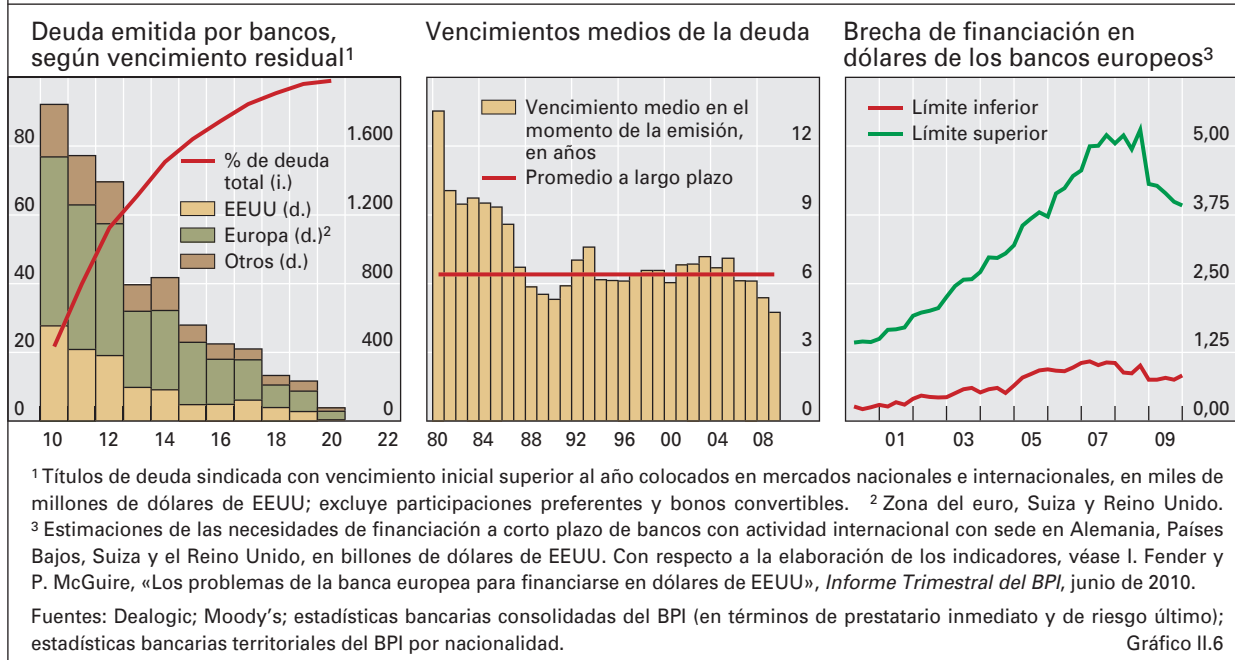
En quinto lugar, los bancos podrían tener dificultades para refinanciarse dada la demanda prevista de fondos por parte de gobiernos con importantes necesidades de financiación. Los plazos de vencimiento de la financiación se han reducido hasta su mínimo de los últimos 30 años (Gráfico II.6, panel central), lo que acrecienta las necesidades de financiación. Además, en torno al 60% de los flujos de deuda bancaria a largo plazo vence en los tres próximos años (panel izquierdo). De hecho, la ampliación de los diferenciales Libor-OIS desde abril de 2010 (Gráfico II.1, panel inferior izquierdo) es indicativa del encarecimiento de la financiación al por mayor no garantizada. Dicho esto, esos diferenciales son aún minúsculos comparados con los registrados en el apogeo de la crisis, a finales de 2008.

Los pasivos a corto plazo están elevando las necesidades de financiación

Por último, numerosos bancos europeos y de otros países siguen dependiendo en gran medida del mercado de *swaps* de divisas para financiar sus activos en dólares. En conjunto, la banca europea aún mantiene en sus balances activos denominados en esa moneda por un importe estimado de 7 billones de dólares, por lo general con plazos de vencimiento largos. Además, los sistemas bancarios europeos con posiciones largas en dicha

Las dificultades de financiación en dólares han reaparecido

Problemas de financiación en el sector bancario



moneda al inicio de la crisis (los de Alemania, Países Bajos, Suiza y el Reino Unido) todavía tienen importantes necesidades de financiación. Según estimación conservadora, sus necesidades de financiación a corto plazo en la moneda estadounidense superaban los 500.000 millones de dólares al término de 2009 (Gráfico II.6, panel derecho). Ante la creciente preocupación por el riesgo de crédito en las exposiciones de esos bancos a la deuda soberana griega y de otros países europeos, los proveedores de fondos a corto plazo han vuelto a mostrarse reticentes a prestar en dólares. El 9 de mayo de 2010, en el marco de un programa integral de medidas para atajar el creciente riesgo de contagio entre emisores soberanos e instituciones financieras de la zona del euro, la Reserva Federal y otros importantes bancos centrales reabrieron sus líneas temporales de *swaps* de divisas para aplacar las tensiones.

Niveles de deuda de los hogares

Antes de la crisis, la deuda de los hogares había crecido de forma considerable en algunas economías avanzadas⁶. Los datos históricos muestran que las crisis financieras asociadas a expansiones del crédito han ido seguidas por lo general de un largo periodo de reducción del endeudamiento del sector privado, conforme empresas y hogares recomponían sus balances. De hecho, en la mayoría de las 24 crisis bancarias sistémicas analizadas en el recuadro que acompaña a este capítulo, el crédito al sector privado como porcentaje del PIB se redujo sustancialmente durante varios años tras la

⁶ Véase BPI, *79º Informe Anual*, junio de 2009, pp. 4–7.

La dinámica crediticia después de una crisis: perspectiva histórica

Las crisis financieras suelen ir seguidas de un prolongado proceso de reducción de la deuda. En una muestra de 24 crisis bancarias sistémicas^①, 15 de ellas fueron seguidas de una variación sustancial de la relación entre crédito y PIB. En promedio, esta variación entre el punto máximo y el mínimo fue de 39 puntos porcentuales, equivalente a unos 8 puntos porcentuales de caída anual. La magnitud de la disminución del cociente sólo fue ligeramente inferior a la de su aumento previo (48 puntos porcentuales en promedio). Quizá sorprenda que el grado de reducción de la deuda no difiriera mucho entre las economías de mercado emergentes y las avanzadas. Tras las crisis bancarias de comienzos de los 90 en Finlandia, Noruega y Suecia, su razón crédito/PIB disminuyó básicamente en consonancia con el promedio muestral: en 44, 38 y 35 puntos porcentuales, respectivamente. En Japón, el cociente entre crédito privado y PIB cayó 25 puntos porcentuales tras haber alcanzado máximos a finales de los 90. En la mayoría de los países, la caída inicial de los coeficientes de deuda obedeció esencialmente a una reducción de la deuda en circulación; en los años posteriores de desapalancamiento, el principal factor explicativo fue el crecimiento del PIB.

El coste económico del desapalancamiento es difícil de percibir a un nivel tan agregado. El producto creció a una tasa media anual del 2,4% en la fase de reducción de deuda posterior a la crisis, ligeramente por debajo de su promedio durante el auge previo del crédito. No obstante, durante el periodo posterior a la crisis, el crecimiento del PIB varió considerablemente entre países: mientras que en Indonesia, Malasia, México y Tailandia, por ejemplo, se desaceleró notablemente, en otros países sucedió lo contrario.

^① La muestra se ha tomado de S. Cecchetti, M. Kohler y C. Upper, «Financial crises and economic activity», trabajo presentado en el simposio *Financial stability and economic policy* organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, en Jackson Hole, Wyoming, 20–22 de agosto de 2009. De las 40 crisis analizadas en el trabajo, se excluyeron seis por la escasa calidad de sus datos crediticios. Se descartaron otros 10 casos —los dos acontecidos en periodos de hiperinflación y los ocho acaecidos durante transiciones del socialismo a economías de mercado— al ser improbable que aportasen evidencia relevante para la situación actual.

Cociente crédito al sector privado/PIB¹

	Fecha de la crisis	Fechas de los valores extremos del cociente crédito/PIB			Variación del cociente crédito/PIB ²		Crecimiento anual del PIB real	
		Mínimo previo	Máximo	Mínimo posterior	Mínimo a máximo	Máximo a mínimo	Mínimo a máximo	Máximo a mínimo
Argentina	dic 01	sep 95	jun 02	sep 05	20	-30	2,3	1,1
Colombia	jun 98	mar 92	dic 98	mar 05	19	-24	3,8	2,4
Filipinas	jul 97	jun 91	dic 97	mar 00	60	-18	3,1	3,0
Finlandia	sep 91	mar 80	mar 92	mar 98	51	-44	2,0	2,6
Indonesia	nov 97	mar 93	jun 98	jun 02	83	-104	3,6	0,1
Japón	nov 97	dic 80	jun 99	dic 08	38	-25	1,8	0,4
Malasia	jul 97	sep 93	mar 98	mar 01	75	-36	6,5	2,0
México	dic 94	sep 88	mar 95	dic 96	27	-19	2,3	-0,5
Nicaragua ³	ago 00	jun 96	dic 00	mar 02	19	-15	5,0	2,6
Noruega	oct 91	mar 80	jun 90	dic 96	66	-38	2,7	3,7
República Dominicana	abr 03	jun 95	jun 03	mar 07	29	-26	5,2	5,9
Rusia	ago 98	mar 96	mar 99	jun 01	32	-30	-0,6	6,9
Suecia	sep 91	sep 85	sep 90	mar 96	46	-35	2,5	1,2
Tailandia	jul 97	dic 93	dic 97	jun 02	89	-79	6,2	0,8
Uruguay ³	ene 02	mar 95	sep 02	mar 07	69	-64	0,5	4,1
<i>Promedio</i>					48	-39	3,1	2,4

¹ Crédito en porcentaje del PIB nominal. El crédito equivale a la suma del crédito interno al sector privado recogido en las EFI del FMI, más los activos transfronterizos consolidados de los bancos declarantes al BPI frente al sector privado no bancario con arreglo al criterio del prestatario inmediato. ² En puntos porcentuales del PIB. ³ Cifras anuales del PIB.

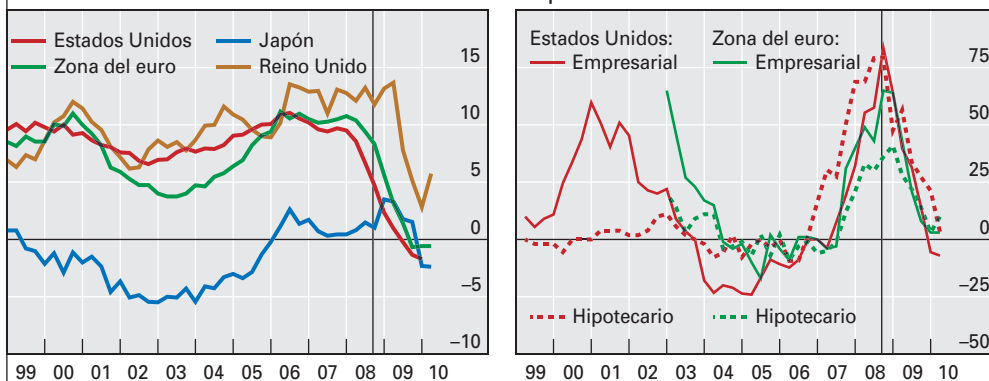
Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Cuadro II.A

Crédito: crecimiento y criterios de concesión

Crédito al sector privado no financiero¹

Modificación de los criterios de concesión de préstamos²



La recta vertical señala la fecha en que Lehman Brothers se declaró en quiebra, el 15 de septiembre de 2008.

¹ Crecimiento interanual, en porcentaje. ² Porcentaje neto de bancos que endurecieron sus criterios para la concesión de préstamos según encuestas de bancos centrales nacionales.

Fuentes: Datastream; datos nacionales.

Gráfico II.7

crisis, compensando la mayor parte del aumento registrado en la expansión crediticia previa⁷. Este dato apunta a que los coeficientes de endeudamiento de los hogares, que en numerosos países crecieron rápidamente en el periodo de gestación de la crisis, tendrán que seguir ajustándose.

El proceso de reducción de la deuda privada ya ha comenzado. En las principales economías avanzadas, excepto Japón, el crédito al sector privado, que había aumentado con fuerza en los años previos a la crisis, se contrajo de

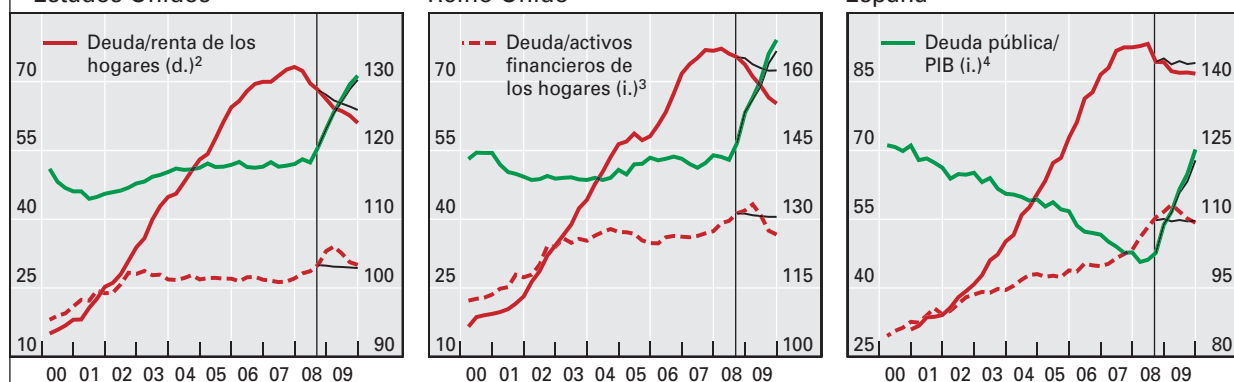
El crédito al sector privado se ha desacelerado

Deuda de los hogares y deuda pública¹

Estados Unidos

Reino Unido

España



La recta vertical señala la fecha en que Lehman Brothers se declaró en quiebra, el 15 de septiembre de 2008.

¹ Las líneas negras finas corresponden a datos basados en denominadores constantes de T3 2008. ² Hogares y organizaciones sin ánimo de lucro; en porcentaje de la renta disponible de los hogares. ³ Hogares y organizaciones sin ánimo de lucro, en porcentaje de los activos financieros de los hogares. ⁴ Deuda pública total en porcentaje del PIB.

Fuentes: Reserva Federal, *Flow of Funds Accounts of the United States*; datos nacionales.

Gráfico II.8

⁷ El análisis de esos episodios históricos se centra en el crédito al sector privado, pues no se dispone de datos del endeudamiento de los hogares en la mayoría de episodios.

forma marcada en 2009 y comienzos de 2010 al endurecer los bancos sus criterios de concesión de crédito (véase el Gráfico II.7)⁸.

El sector hogares de aquellos países que registraron auges del crédito en relación con el sector inmobiliario ha empezado a reducir su endeudamiento. A finales de 2009, el cociente entre deuda de los hogares y renta disponible había caído unos 7 puntos porcentuales desde sus respectivos máximos de 2007 y 2008 en Estados Unidos y España, y más de 10 puntos porcentuales en el Reino Unido (Gráfico II.8), aunque parte de esa caída obedeció al aumento de los ingresos familiares. El apalancamiento de los hogares, definido como la relación entre su deuda y sus activos financieros, continuó creciendo durante la crisis al desplomarse el precio de dichos activos⁹. Tras alcanzar máximos a comienzos de 2009 en los tres países citados, actualmente se sitúa en niveles similares o inferiores a los de finales de septiembre de 2008.

Al margen del indicador utilizado, el endeudamiento de los hogares en España, Estados Unidos y el Reino Unido continúa siendo muy superior al registrado a mediados de la década, e incluso más con respecto a los niveles previos al auge del sector de la vivienda. Así pues, los datos históricos sugieren que los niveles de deuda deben reducirse mucho más.

Los coeficientes de endeudamiento de los hogares comenzaron a disminuir...

... pero la evidencia histórica apunta a una reducción adicional de la deuda

Resumen

La recuperación financiera y económica está en marcha, pero es incompleta y frágil, al menos en las principales economías avanzadas. La política monetaria sigue siendo muy expansiva en casi todo el mundo, pese a que algunas economías ya han dado los primeros pasos hacia una orientación más neutral. La política fiscal permanece expansiva y eleva los niveles de deuda pública a ritmos alarmantes. Los bancos han recuperado la rentabilidad y han reducido su apalancamiento, pero varios factores plantean dudas sobre la sostenibilidad de sus beneficios y su capacidad para obtener financiación. La inversión privada continúa siendo débil y el crecimiento económico todavía depende en gran medida de la recomposición de existencias. Simultáneamente, una serie de economías de mercado emergentes se enfrenta al problema contrario, ya que el impacto directo de la crisis sobre su producto fue menor de lo que se temía y las políticas expansivas adoptadas tanto dentro como fuera de sus fronteras han impulsado su crecimiento del producto hasta el recalentamiento.

El endurecimiento de la política fiscal está en ciernes. La revisión de la sostenibilidad de las finanzas públicas por parte de los mercados ha obligado ya a varias economías de la zona del euro a aplicar medidas de austeridad, cuyos efectos serán sin duda mucho más contractivos de los que habría tenido una estrategia de salida en el momento oportuno.

⁸ En cambio, el crédito siguió aumentando, o incluso acelerándose, en numerosas EME. Véase una discusión del caso más extremo en E. Chan y H. Zhu, «Análisis del préstamo bancario en China», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2009, pp. 20–1.

⁹ Ésta es una medida imperfecta, al excluir los activos inmobiliarios y el valor actual del capital humano.

Las autoridades monetarias habrán de tener en cuenta los efectos de la consolidación fiscal al decidir cuándo normalizar la orientación de su política. Huelga decir que, además de los riesgos evidentes de endurecer prematuramente la política monetaria, hacerlo demasiado tarde también comporta riesgos. Si bien fue necesario recortar las tasas de interés hasta mínimos históricos para evitar el desplome del sistema financiero y de la economía real, mantenerlas reducidas durante demasiado tiempo también podría retrasar el inexcusable ajuste hacia un modelo económico y financiero más sostenible.

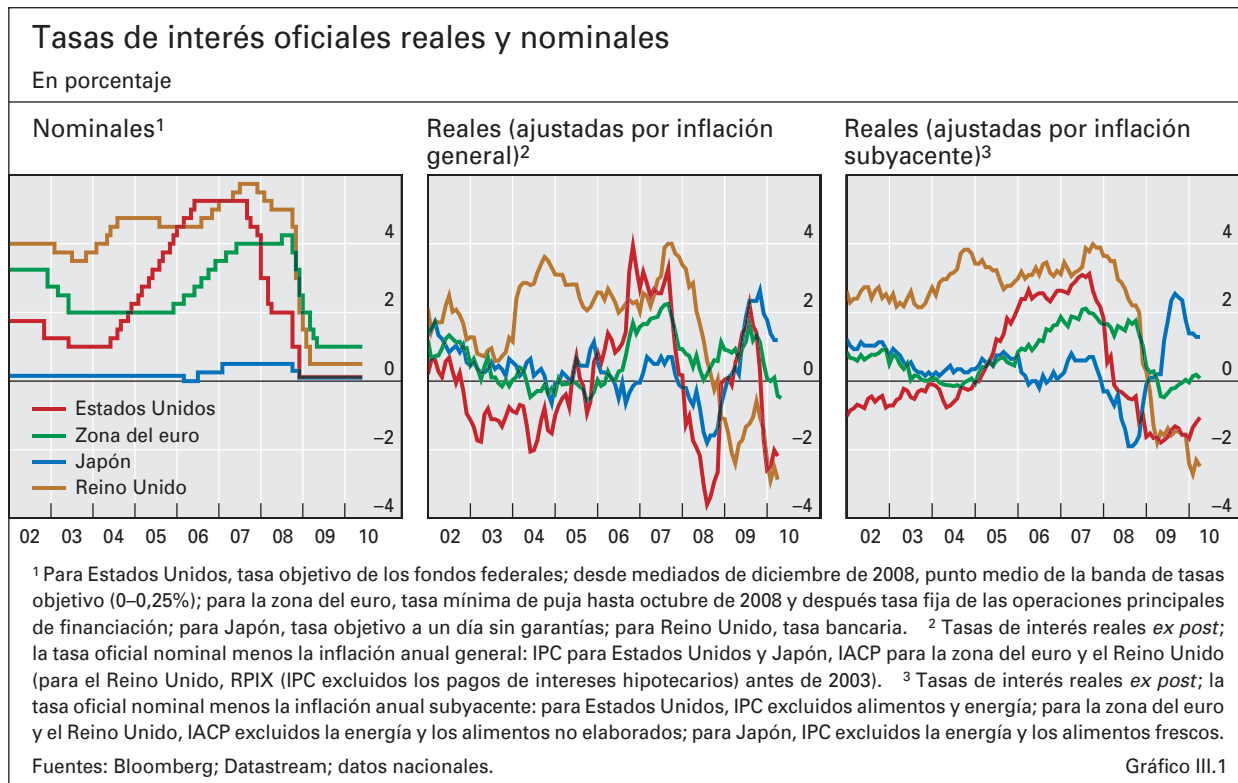
III. Tasas de interés bajas: ¿más riesgos que ventajas?

La primera reacción de los bancos centrales de todo el mundo ante la desaceleración económica provocada por las turbulencias financieras fue recortar de forma drástica las tasas de interés. Como consecuencia, las tasas oficiales en las principales economías avanzadas oscilan en la actualidad entre cero y 1%, por lo que no queda margen, o muy escaso, para realizar recortes adicionales si hubiera que afrontar nuevas perturbaciones negativas (véase el Gráfico III.1). En términos reales, las tasas están en niveles cercanos a cero en la zona del euro y son negativas en el Reino Unido y Estados Unidos. En Japón, la leve deflación ha vuelto a situar las tasas reales por encima de cero.

Durante la crisis, los bancos centrales recortaron sus tasas de interés de referencia...

Conforme la crisis empeoraba, los bancos centrales adoptaron medidas no convencionales para evitar lo que muchos temían podría convertirse en una segunda Gran Depresión¹. Entre otras medidas, facilitaron abundante liquidez en moneda local, emplearon *swaps* para proveer de moneda extranjera a instituciones locales e intervinieron en los mercados de renta fija. Dichas

... y adoptaron medidas no convencionales



¹ Sobre medidas de política monetaria no convencionales, véanse C. Borio y P. Disyatat, «Unconventional monetary policies: an appraisal», *BIS Working Papers*, n° 292, noviembre de 2009; y BPI, *79° Informe Anual*, junio de 2009, Capítulos III y IV.

medidas inflaron de forma significativa los balances de los bancos centrales y modificaron su composición (Gráfico II.4). Los gobiernos complementaron la respuesta de la banca central apoyando a instituciones financieras concretas e introduciendo importantes estímulos fiscales (véase el Capítulo V).

Las autoridades han comenzado a considerar la salida

En los primeros meses de 2010, cuando parecía que el peligro de colapso financiero había pasado y que el entorno macroeconómico avanzaba hacia la recuperación, las autoridades de las principales economías avanzadas comenzaron a evaluar las distintas opciones para salir de la situación en la que las había dejado la crisis². Si bien los problemas del mercado de deuda soberana griega y la consiguiente turbulencia de abril y mayo llevaron a algunos bancos centrales a revisar los plazos previstos para estas decisiones, el compromiso con respecto a una futura salida no ha cambiado. Sigue siendo cierto que el momento de abandonar la política monetaria no convencional puede determinarse con independencia del momento en que se decida comenzar a normalizar las tasas de interés, aunque la secuencia exacta de ambas decisiones probablemente variará de una economía a otra, en función de la velocidad de la recuperación relativa en los mercados financieros y en la actividad real.

Las tasas de interés bajas y las políticas monetarias no convencionales provocan distorsiones...

Al tomar estas decisiones, las autoridades deberán tener en cuenta las distorsiones que provoca un periodo dilatado de relajación monetaria. Después de todo, son muchos quienes han señalado que haber mantenido las tasas de interés bajas durante mucho tiempo fue uno de los factores que contribuyó a la crisis (véase BPI, *79º Informe Anual*, Capítulo I). Al mismo tiempo, deberían prestar especial atención a las distorsiones que causa el uso de herramientas de política monetaria no convencionales, como por ejemplo las distorsiones de precios que pueden crearse en los mercados de bonos al cambiar los bancos centrales sus criterios sobre el colateral admisible en operaciones *repo* o al comprar activos. Unos precios artificialmente altos de los activos en ciertos mercados podrían retrasar la necesaria reestructuración de los balances del sector privado. También surgen distorsiones en la actividad de los mercados por la mayor intermediación de los bancos centrales durante la crisis. Más aún, las compras de activos han expuesto a los bancos centrales a un riesgo de crédito considerable que, unido al cambio en la composición de los balances, podría exponerlos a presiones políticas.

... que podrían ocasionar problemas en el futuro

La experiencia histórica apenas ofrece orientación sobre la trascendencia económica de los efectos secundarios asociados a políticas monetarias no convencionales. Por el contrario, sí existe evidencia de las distorsiones derivadas de unas bajas tasas de interés. En este capítulo se examinan estos riesgos en el contexto actual y se argumenta que, de no ser abordados pronto, podrían crear problemas tanto a escala nacional como internacional. Dicha argumentación se basa en conclusiones del periodo previo a la crisis financiera de 2007–09 y en la experiencia de Japón desde mediados de los 90.

² Algunas herramientas de política monetaria no convencionales ya han finalizado formalmente o han ido desapareciendo de forma natural con el inicio de la recuperación en los mercados.

Efectos secundarios nacionales de las bajas tasas de interés

Los episodios anteriores de tasas de interés bajas sugieren que una política monetaria laxa puede estar relacionada con auges del crédito, encarecimiento de los activos, estrechamiento de los diferenciales de riesgo y búsqueda de rendimiento. Conjuntamente, todo ello provocó asignaciones de recursos extremadamente inadecuadas durante los años previos a la crisis, como refleja el crecimiento excesivo del sector financiero y de la construcción. Los ajustes estructurales requeridos resultan costosos y exigen tiempo.

Las bajas tasas de interés provocaron asignaciones de recursos inadecuadas antes de la crisis...

En el contexto actual, las bajas tasas de interés generan además otras inquietudes, puesto que van acompañadas de tasas a largo plazo bastante más elevadas. Esto podría conllevar una creciente exposición al riesgo de tasa de interés y retrasos en la reestructuración de los balances, tanto del sector privado como del público. La situación se complica aún más al considerar que las bajas tasas de interés podrían haber mermado de forma duradera la actividad en el mercado monetario, lo que haría más delicado el abandono de la política monetaria expansiva.

... y ahora están retrasando los ajustes necesarios

Disminución del riesgo medido y percibido

Los modelos económicos al uso predicen que una disminución de las tasas de interés reales, si se prevé sostenida, acelerará el crecimiento del crédito. Esta disminución eleva asimismo los precios de los activos al reducir la tasa de descuento de los flujos de caja futuros. *Ceteris paribus*, esto conduce a un aumento del valor de las garantías, lo que podría inducir a las instituciones financieras a otorgar más crédito y a aumentar su propio apalancamiento para adquirir activos de mayor riesgo. El aumento de precio de los activos también suele asociarse a una menor volatilidad de precios, lo que se refleja en valores menores para las medidas del riesgo de cartera más habituales, como el valor en riesgo (VaR)³. Estos factores engrosan a su vez el volumen de capital invertido en activos de riesgo y los precios de los activos, y estrechan aún más los diferenciales de riesgo medido.

Las bajas tasas de interés afectan a la valoración y a la percepción del riesgo

En general, este mecanismo se considera como uno de los principales impulsores de la revalorización de los activos y del estrechamiento de los diferenciales de riesgo observados en el periodo previo a la crisis financiera de 2007–09. La crisis trajo luego consigo mayores primas por riesgo, un marcado descenso del valor de los activos, incrementos del VaR y pérdidas para los inversionistas, entre ellos algunos muy apalancados que no estaban en condiciones de asumirlas. La reversión de precios obligó a reponer garantías y desató ventas masivas que generaron caídas de precios aún mayores.

Esto contribuyó al aumento de los precios de los activos antes de la crisis...

A partir de la primavera de 2009, la rápida recuperación de las bolsas mundiales y la revalorización de la vivienda en muchas economías (con la excepción de la zona del euro y Japón) estuvieron acompañadas por la

... y podría estar operando de nuevo

³ Sobre los efectos de una política monetaria laxa sobre las medidas VaR, véase T. Adrian y H. S. Shin, «Financial intermediaries and monetary economics», en Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, n° 398, octubre de 2009. Puede encontrarse evidencia empírica de la mayor asunción de riesgo por los bancos comerciales cuando la política monetaria es laxa en Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués-Ibáñez, «Does monetary policy affect bank risk-taking?», *BIS Working Papers*, n° 298, marzo de 2010.

reducción de los diferenciales de riesgo de los bonos corporativos y de otras primas por riesgo (Gráficos II.1 y III.2, paneles superiores), aunque desde entonces algunos de los indicadores de riesgo han vuelto a repuntar a raíz de la crisis de la deuda soberana griega. Los datos disponibles sobre VaR muestran que el riesgo medido por las pérdidas potenciales derivadas de las carteras de negociación de los bancos sigue siendo elevado (Gráfico III.2, panel inferior izquierdo). Al mismo tiempo, uno de los objetivos principales de las medidas adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos durante la crisis de 2007–09 fue detener el desplome de los precios de los activos y reducir el riesgo de insolvencia. Siendo así, el alza generalizada de los precios de los activos y la reducción de los diferenciales de riesgo en 2009 y los primeros meses de 2010 podrían reflejar tanto el éxito de estas políticas como una nueva acumulación de riesgos potencialmente excesiva en las inversiones de cartera.

Búsqueda de rentabilidad

Las tasas oficiales bajas pueden provocar la búsqueda de rentabilidad

La acumulación de riesgo en una cartera de inversión también puede ser el resultado de la búsqueda de rentabilidad, cuando unas bajas tasas de interés oficiales en términos nominales llevan a los inversionistas a asumir mayor riesgo en pro de rendimientos nominales más altos⁴. En los años anteriores a la crisis financiera, muchos inversionistas tenían como objetivo una tasa de rentabilidad nominal que les parecía adecuada atendiendo al pasado reciente. Además, los inversionistas institucionales, como aseguradoras y fondos de pensiones, se vieron presionados para cumplir con compromisos implícitos o contractuales que adquirieron con sus clientes cuando el rendimiento nominal era mayor, y se propusieron obtener esos rendimientos en oportunidades de inversión alternativas. El hecho de que numerosos planes de remuneración estuvieran vinculados a rentabilidades nominales también contribuyó a este proceso de búsqueda de rendimiento.

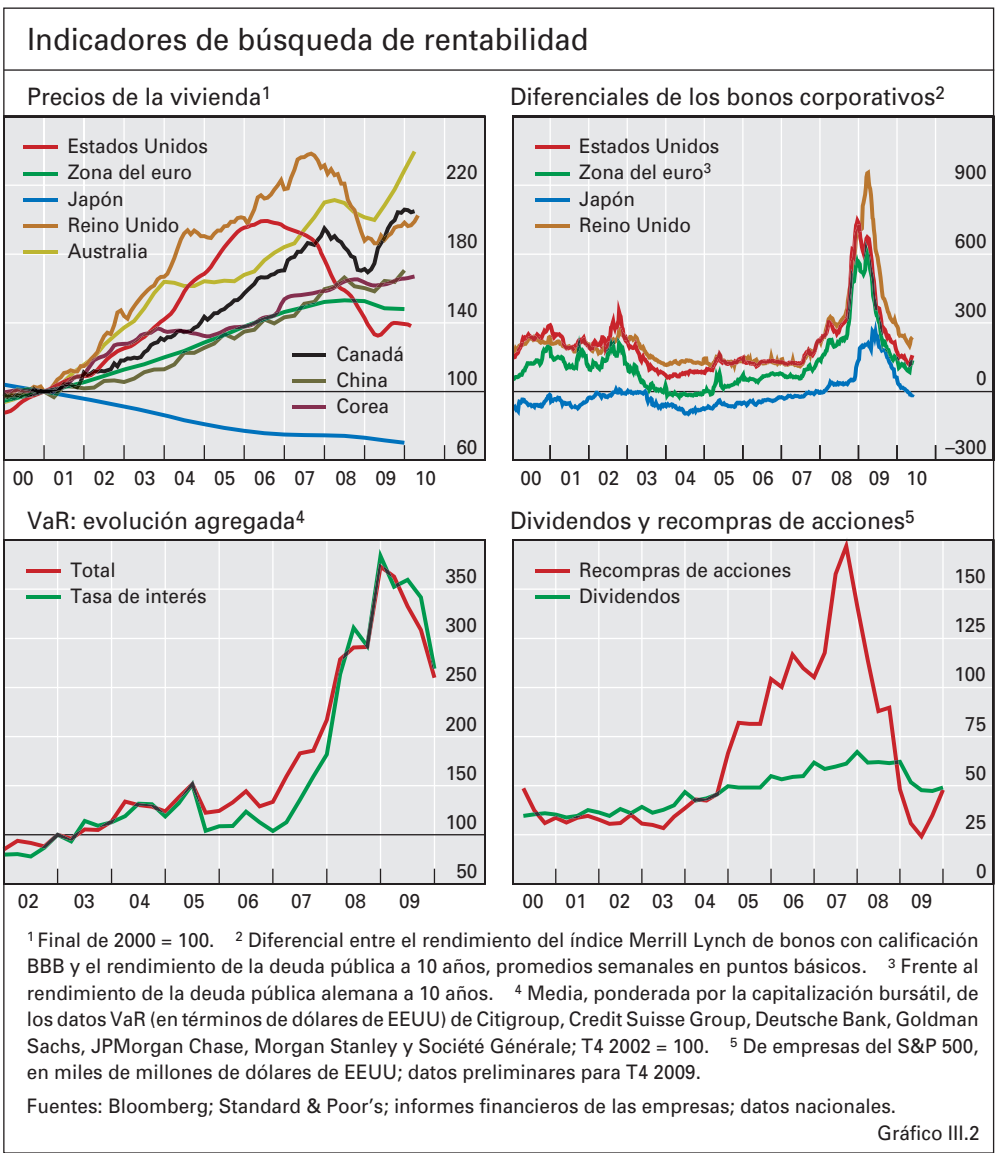
Esto podría hacer subir los precios de los activos...

Son varios los síntomas que pueden indicar búsqueda de rentabilidad. El primero es un incremento de los precios de los activos unido a la reducción de las primas por riesgo. Aunque la recuperación de muchos mercados de activos en 2009 y comienzos de 2010 reflejó en parte un cambio de tendencia en la aversión al riesgo atribuible a la crisis, el fenómeno de la búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tasas de interés oficiales próximas a cero, también podría haber influido en ese sentido hacia finales de dicho periodo.

... impulsar la innovación financiera...

El segundo síntoma es una innovación financiera distorsionada. A principios de esta década, y en respuesta al deseo de los inversionistas de obtener mayor rentabilidad, los intermediarios diseñaron productos financieros que aparentemente minimizaban el riesgo asociado. En los años previos a la crisis se comercializó un amplio surtido de estos productos «estructurados». A primera vista, parecían encarnar el sueño de todo

⁴ Véase R. Rajan, «Has financial development made the world riskier?», en Federal Reserve Bank of Kansas City, *Proceedings*, agosto de 2005, pp. 313–69.



inversionista —riesgo reducido y rendimiento elevado—, pero durante la crisis resultaron ser todo lo contrario. En consecuencia, el mercado se ha reorientado hacia instrumentos de inversión menos exóticos. Con todo, es difícil seguir de cerca la innovación financiera, e identificar deficiencias en productos nuevos resulta más sencillo a posteriori.

El tercer síntoma de búsqueda de rendimiento puede ser un incremento de los dividendos y de la recompra de acciones propias. Si los inversionistas esperan una rentabilidad nominal elevada pero ésta es difícil de conseguir, las sociedades no financieras pueden verse presionadas para devolver fondos a los inversionistas en vez de acometer inversiones reales arriesgadas pero económicamente rentables en plantas de producción o en investigación y desarrollo. Las recompras de acciones y los dividendos elevados, bastante habituales antes de la crisis, se han vuelto mucho menos frecuentes ahora, algo normal en fases de desaceleración económica (Gráfico III.2, panel inferior derecho). Tanto dividendos como recompras repuntaron ligeramente en 2009, a medida que las perspectivas económicas iban mejorando, pero se siguen

... y desincentivar la inversión real

manteniendo por debajo de los niveles previos a la crisis, lo que apunta a que este aspecto de la búsqueda de rentabilidad no se observa en la actualidad.

Riesgo de tasas de interés

Los bajos niveles de las tasas oficiales pueden acentuar la pendiente de la curva de rendimientos...

La conjunción de tasas de interés oficiales bajas y de tasas a largo plazo más elevadas aumenta los beneficios que los bancos pueden obtener de la gestión de los vencimientos, es decir, de pedir préstamos a corto plazo y otorgarlos a largo plazo. De hecho, uno de los motivos por los que los bancos centrales rebajaron sus tasas de interés fue facilitar que las instituciones financieras más afectadas incrementaran dichos beneficios, acumulando con ello capital. El mayor atractivo que ofrece esta transformación de vencimientos desde que estalló la crisis se reflejó en el aumento de la razón *carry-to-risk* en 2009 y a principios de 2010 (Gráfico II.1, panel inferior derecho). El aumento de las tasas de interés de la deuda pública, provocado por los crecientes déficits y niveles de deuda, así como por la mayor concienciación sobre los riesgos asociados, acentúa aún más la pendiente de la curva de rendimientos y refuerza el atractivo de las estrategias de transformación de vencimientos.

... exponiendo a los bancos al riesgo de tasas de interés

Sin embargo, las instituciones financieras podrían subestimar el riesgo asociado a esta exposición a los vencimientos e invertir en exceso en activos de largo plazo⁵. Como ya se ha señalado, la exposición al riesgo de tasa de interés de los bancos medido por indicadores VaR sigue siendo elevada. Si un incremento inesperado de las tasas de interés oficiales provocara un aumento similar de las rentabilidades de los bonos, la consiguiente caída de los precios de éstos acarrearía pérdidas considerables para los bancos. Como resultado, podrían tener dificultades para refinanciar su deuda a corto plazo. Estos riesgos podrían haberse incrementado ligeramente tras la crisis de 2007–09, ya que el contexto poco propicio al crédito bancario y la mayor disponibilidad de financiación desde los bancos centrales dejó a muchas entidades de crédito con estructuras de financiación sesgadas hacia vencimientos más cortos. Una nueva contracción de la financiación disponible para los bancos podría reimpulsar la venta de activos y provocar una caída de los precios aún mayor.

Así pues, un endurecimiento inesperado de la política monetaria podría tener graves consecuencias para el sector bancario. Puede ser útil, por tanto, señalar con tiempo la intención de modificar las tasas de interés de la política monetaria, de forma que tanto mercados como instituciones puedan ajustarse sin problemas al desplazamiento esperado de los precios de los activos y los costos de financiación.

Retraso en los ajustes de los balances

Los bancos centrales deberían indicar con tiempo su intención de modificar las tasas de interés oficiales

Uno de los legados de la crisis financiera y de los años que la precedieron es la necesidad de sanear los balances de las instituciones financieras, los hogares y el sector público, este último en una situación fiscal complicada en parte debido a las medidas de rescate adoptadas durante la crisis. Las bajas tasas de interés oficiales podrían frenar o aun impedir estos ajustes necesarios

⁵ Es posible que los bancos hayan aumentado sus tenencias de deuda pública con vistas a mejorar sus resultados en pruebas de estrés de liquidez.

en los balances. En el sector financiero, la curva de rendimientos actualmente tan pronunciada ofrece a las instituciones financieras una fuente de ingresos que podría atenuar la sensación de urgencia de reducir el apalancamiento y de vender o amortizar contablemente activos de mala calidad (véase también el Capítulo VI). El compromiso de los bancos centrales de mantener bajas las tasas de política monetaria durante periodos largos, aunque útil a la hora de estabilizar las expectativas de los mercados, podría contribuir a esa autocomplacencia.

La experiencia ha demostrado que mantener las tasas de interés oficiales bajas permite renovar continuamente los préstamos inviables hasta hacerlos «perpetuos» o «perennes» (práctica que se conoce en inglés como *evergreening*) refinanciándolos una y otra vez. Durante el prolongado periodo de los años 90 en el que las tasas nominales permanecieron bajas en Japón, los bancos del país permitieron a los prestatarios refinanciar préstamos cuyos intereses, casi nulos, podían pagar, pero no así el principal. Así pues, los bancos renovaron indefinidamente el crédito, en vez de cancelarlo, para proteger así su propio capital, ya debilitado por la depreciación previa de los activos. Ello, a su vez, retrasó la reestructuración y reducción que requerían los balances del sector financiero. Más aún, la presencia de empresas inviables («zombis») mantenidas gracias a estos préstamos «perennes» probablemente limitó la competencia, redujo la inversión e impidió la entrada de nuevas empresas⁶.

Las tasas bajas pueden hacer «perennes» los préstamos bancarios...

Aunque no existe una fórmula magistral para determinar empíricamente el alcance de esta refinanciación indefinida, podría sospecharse de su existencia si los datos mostraran que se está otorgando una cantidad desproporcionada de préstamos a sectores en dificultades, como ocurrió en Japón en la década de los noventa⁷. Otro indicador sería una relajación de las condiciones que impone la banca comercial para conceder crédito a sus deudores actuales. La *Senior Loan Officer Opinion Survey* de la Reserva Federal empezó a informar sobre los cambios en las líneas de crédito para clientes existentes en enero de 2009. La encuesta revela que las líneas de crédito comercial e industrial a estos clientes han ido disminuyendo, aunque a un ritmo cada vez más lento. Cuando empiecen a repuntar nuevamente, en un primer momento reflejarán la normalización de las condiciones de crédito, pero posteriormente podrían estar señalando la existencia de *evergreening* y por tanto de retraso en el ajuste de los balances financieros y no financieros del sector privado.

... algo que resulta difícil de medir

Mantener bajas las tasas de interés también podría retrasar los ajustes necesarios en los balances del sector público (para más información al respecto, véase el Capítulo V). Al reorientar su perfil de deuda hacia una financiación de corto plazo, los gobiernos pueden reducir los pagos de

El ajuste de las finanzas públicas también podría retrasarse

⁶ Véanse T. Hoshi y A. Kashyap, «Solutions to Japan's banking problems: what might work and what definitely will fail», en T. Ito, H. Patrick y D. Weinstein (eds), *Reviving Japan's economy: problems and prescriptions*, MIT Press, 2005, pp. 147-95; y R. Caballero, T. Hoshi y A. Kashyap, «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, n° 5, diciembre de 2008, pp. 1943-77.

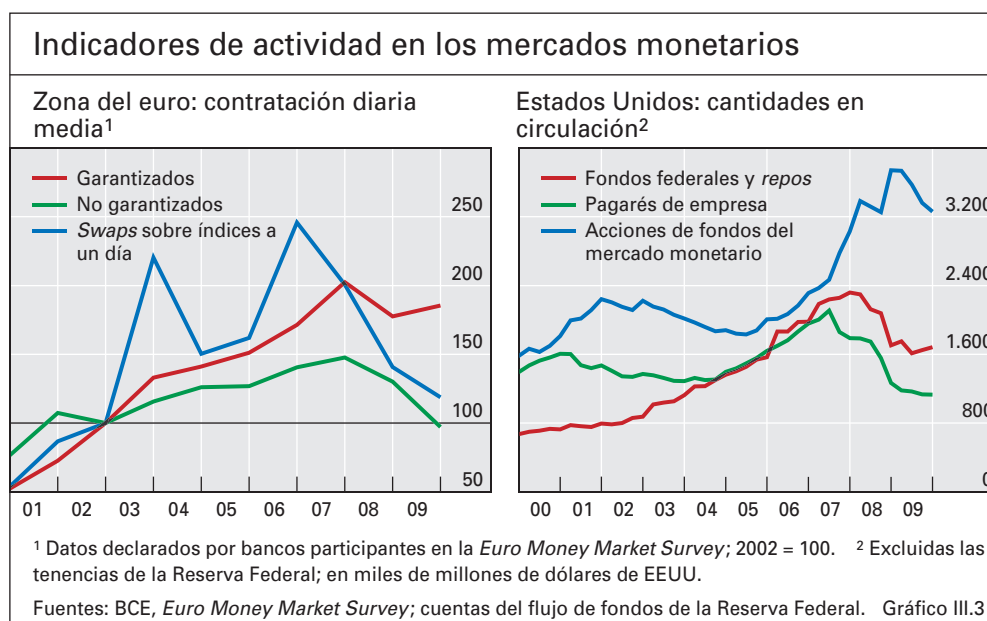
⁷ Véase W. Watanabe, «Does a large loss of bank capital cause evergreening? Evidence from Japan», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 24, n° 1, marzo de 2010, pp. 116-36.

intereses. Si bien esta estrategia les proporciona cierto margen para reencauzar sus niveles de deuda hacia una senda sostenible, también expone su situación fiscal a incrementos de las tasas de interés oficiales si los ajustes presupuestarios necesarios no se introducen en el momento oportuno. Esto puede hacer temer por la independencia de las autoridades responsables de la política monetaria.

Paralización de los mercados monetarios

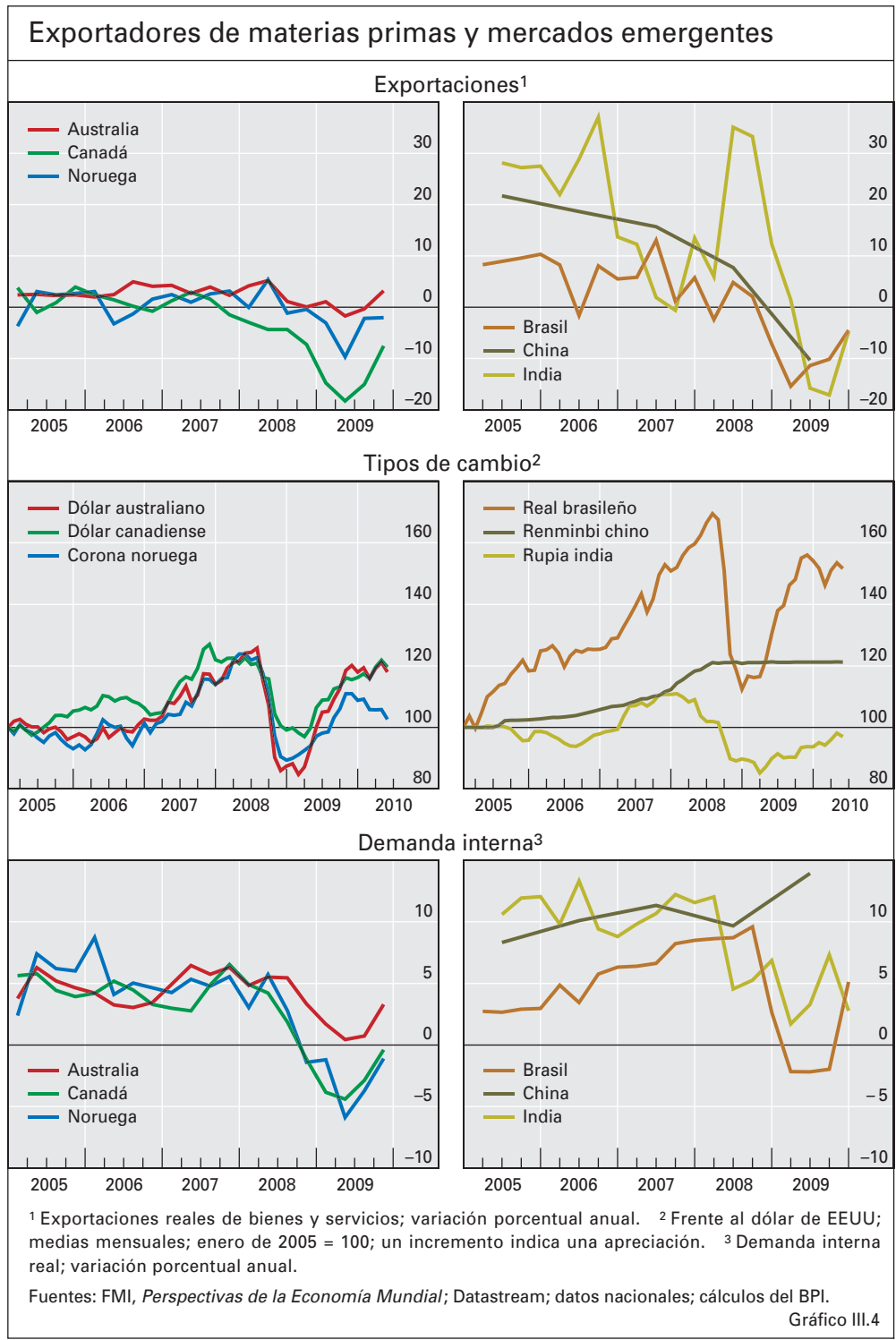
En cuanto la banca central empiece a elevar las tasas de interés oficiales, es fundamental que los mercados monetarios trasladen esta alza al conjunto de la economía. Sin embargo, las bajas tasas oficiales podrían paralizar los mercados monetarios. Cuando los costes operacionales de ejecutar transacciones en los mercados monetarios superan los intereses obtenidos —que guardan estrecha relación con las tasas oficiales—, la banca comercial podría retirar fondos ahora invertidos en estas operaciones. Este tipo de atrofia se produjo en los mercados monetarios de Japón, cuando la actividad en los mercados de financiación a un día sin garantías cayó, en promedio, desde más de 12 billones de yenes mensuales en 1995–98 hasta menos de 5 billones en 2002–04⁸. En consecuencia, el endurecimiento de la política monetaria de Japón en 2006 se vio complicado al verse desbordados los empleados de las mesas de negociación de los bancos comerciales. En el contexto actual, una de las razones por las que muchos bancos centrales se han abstenido de reducir las tasas oficiales hasta cero durante la reciente crisis financiera ha sido precisamente evitar tal problema. Las diferencias entre países en cuanto a la mayor o menor proximidad a cero de sus tasas de interés oficiales probablemente están relacionadas con divergencias en la estructura de sus mercados monetarios.

Las bajas tasas oficiales pueden paralizar los mercados monetarios y complicar la salida...



⁸ Véase N. Baba, S. Nishioka, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda y H. Ugai, «Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy», *BIS Working Papers*, n° 188, noviembre de 2005.

Los volúmenes negociados en los mercados monetarios de la zona del euro y Estados Unidos han ido disminuyendo desde el comienzo de la crisis y se encuentran cercanos a sus niveles de 2003–04, cuando las tasas de interés oficiales también se situaban en niveles reducidos (Gráfico III.3). La caída de contratación en los mercados monetarios en 2008 obedeció principalmente a la búsqueda de liquidez, la incertidumbre respecto de las contrapartes y los colaterales, y la mayor inyección de liquidez por parte de los bancos centrales. No obstante, el mantenimiento de estos bajos volúmenes también podría



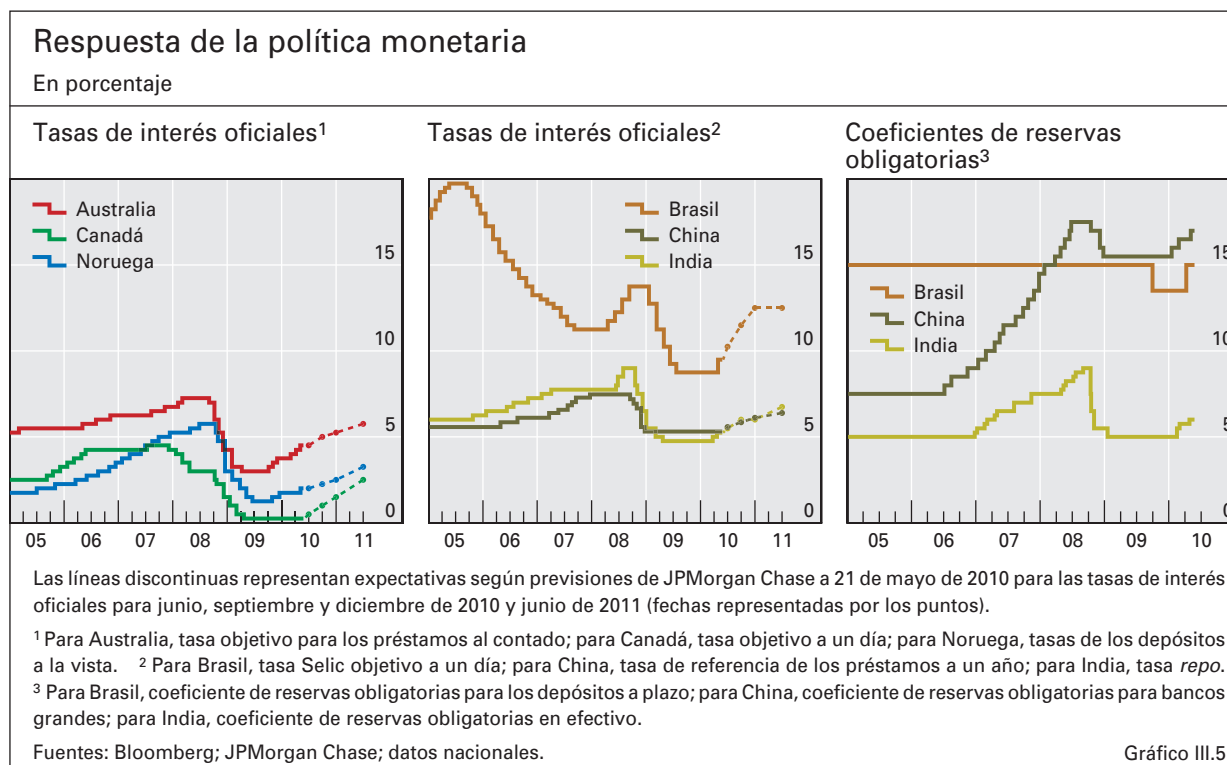
ser reflejo de los reducidos márgenes que ofrece el mercado actual. En 2009, el mercado monetario experimentó, en la zona del euro, un incremento en la negociación de fondos garantizados y, en Estados Unidos hacia finales de año, un ligero aumento de los fondos federales y *repos* en circulación. Estos avances, observados antes de la crisis de la deuda soberana de Grecia, podrían reflejar una menor incertidumbre respecto de contrapartes y colaterales y una reducción de las operaciones de mercado abierto de los bancos centrales. Está por ver si los volúmenes finalmente volverán a sus niveles anteriores o si, por el contrario, las tasas oficiales en niveles bajos realmente redujeron la actividad del mercado monetario, complicando así la ejecución de las estrategias de salida.

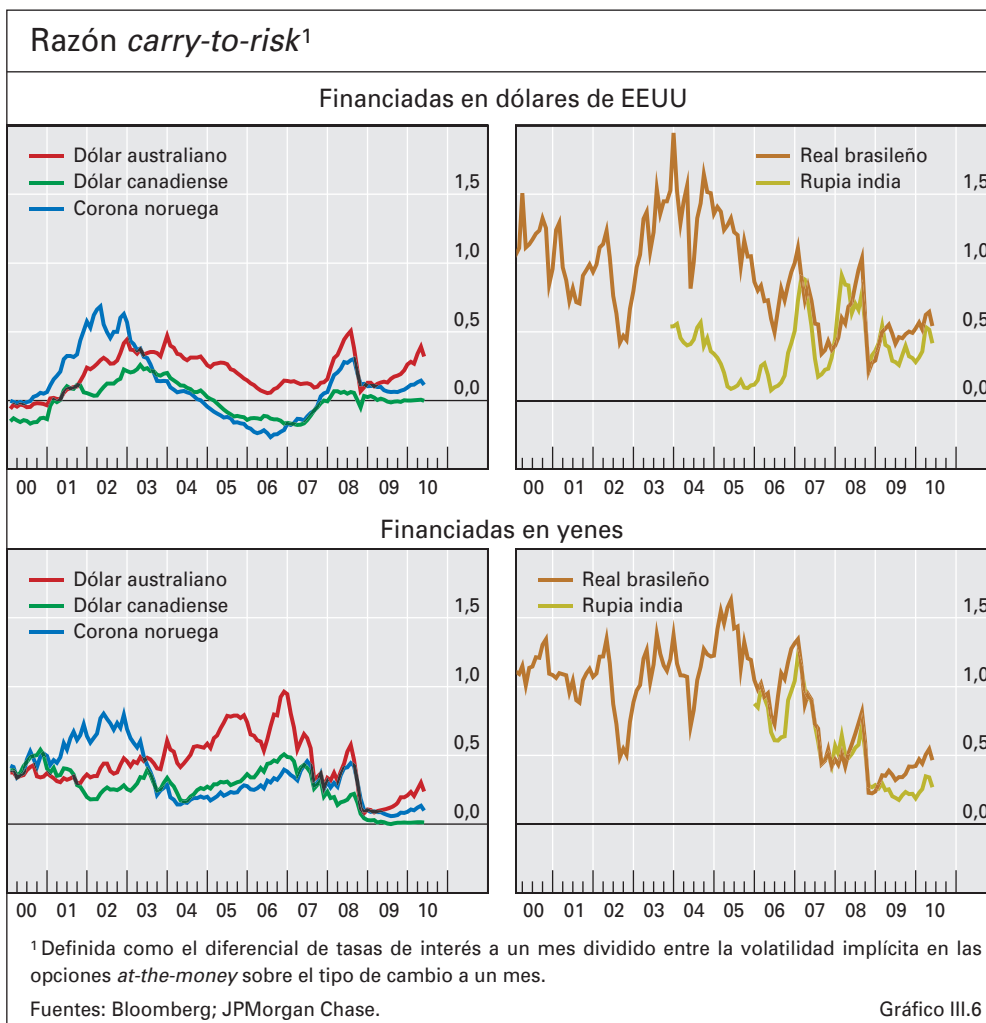
... aunque está por verse si esto supone un problema en la actualidad

Efectos secundarios internacionales de las bajas tasas de interés

Las bajas tasas oficiales también pueden provocar distorsiones a escala internacional

Las bajas tasas de interés en la mayoría de las economías avanzadas tienen efectos secundarios que traspasan sus fronteras, alcanzando tanto a mercados emergentes como a países industriales exportadores de materias primas, cuya evolución fue relativamente buena durante la crisis. El impacto inicial de la crisis financiera sobre estos países fue, en la mayoría de los casos, una reducción marcada de sus exportaciones (Gráfico III.4, paneles superiores), la retirada de fondos en dólares estadounidenses por parte de bancos extranjeros, la liquidación por los inversionistas de valores de renta fija y renta variable, y una caída de los precios de las acciones. Las principales economías emergentes y las avanzadas exportadoras de materias primas asistieron a una considerable depreciación de sus monedas frente al dólar estadounidense en otoño de 2008. La excepción fue China, que mantuvo fijo





el renminbi (Gráfico III.4, paneles centrales). Se adoptaron políticas monetarias más expansivas, manteniendo tasas de interés más bajas (en China, la India y, después, Brasil) y reduciendo el nivel de reservas obligatorias (Gráfico III.5). Asimismo, numerosos bancos centrales ofrecieron en sus mercados locales financiación en dólares estadounidenses, que algunos de ellos habían obtenido a través de líneas de *swap* con la Reserva Federal.

En consecuencia, la demanda interna logró compensar algunos de los efectos contractivos de las menores exportaciones (Gráfico III.4, paneles inferiores). Cuando los precios de los activos también se recuperaron, los bancos centrales no pertenecientes a las principales economías avanzadas empezaron a endurecer de nuevo su política monetaria, a pesar de que sus exportaciones seguían débiles. A finales de mayo de 2010, Australia, Brasil, la India y Noruega habían comenzado a subir las tasas de interés, y Brasil, China y la India habían elevado los niveles de reservas obligatorias. En la actualidad, las expectativas de mercado apuntan a nuevos endurecimientos de las políticas.

El endurecimiento de la política monetaria ha generado diferenciales de tasas de interés significativos, tanto en términos reales como nominales, entre las economías antes citadas y los países más afectados por la crisis. Junto con las mejores perspectivas de crecimiento, estos diferenciales han

La política monetaria ha empezado a endurecerse en los países menos afectados por la crisis

Los diferenciales entre tasas de interés han generado entradas de capitales...

generado entradas de capitales en países con tasas más elevadas y han renovado el atractivo a las operaciones *carry trade* (Gráfico III.6).

... que están
acelerando la
expansión...

Los flujos de capital permiten una mejor asignación de recursos en la economía, y los flujos de entrada contribuyen en gran medida al crecimiento, especialmente en las economías de mercado emergentes. No obstante, en la situación actual, podrían elevar aún más los precios de los activos y ejercer presiones inflacionistas sobre la macroeconomía. Las entradas de capital también han provocado la apreciación de las monedas objetivo con tipo de cambio variable, lo que equivale a un endurecimiento de las condiciones monetarias en esos países. Con todo, parece probable que las tasas de interés sigan aumentando y que ello atraiga todavía más inversión extranjera. Esta situación expone a las economías que reciben esas entradas al riesgo de fugas de capitales sustanciales y a la reversión de las presiones cambiarias ante un cambio en las condiciones macroeconómicas, monetarias y financieras mundiales, o bien en la percepción que los inversionistas tienen de ellas. El Capítulo IV analiza las cuestiones relacionadas con los flujos de capital hacia mercados emergentes de forma más detallada.

... pero que
podrían revertirse
con rapidez

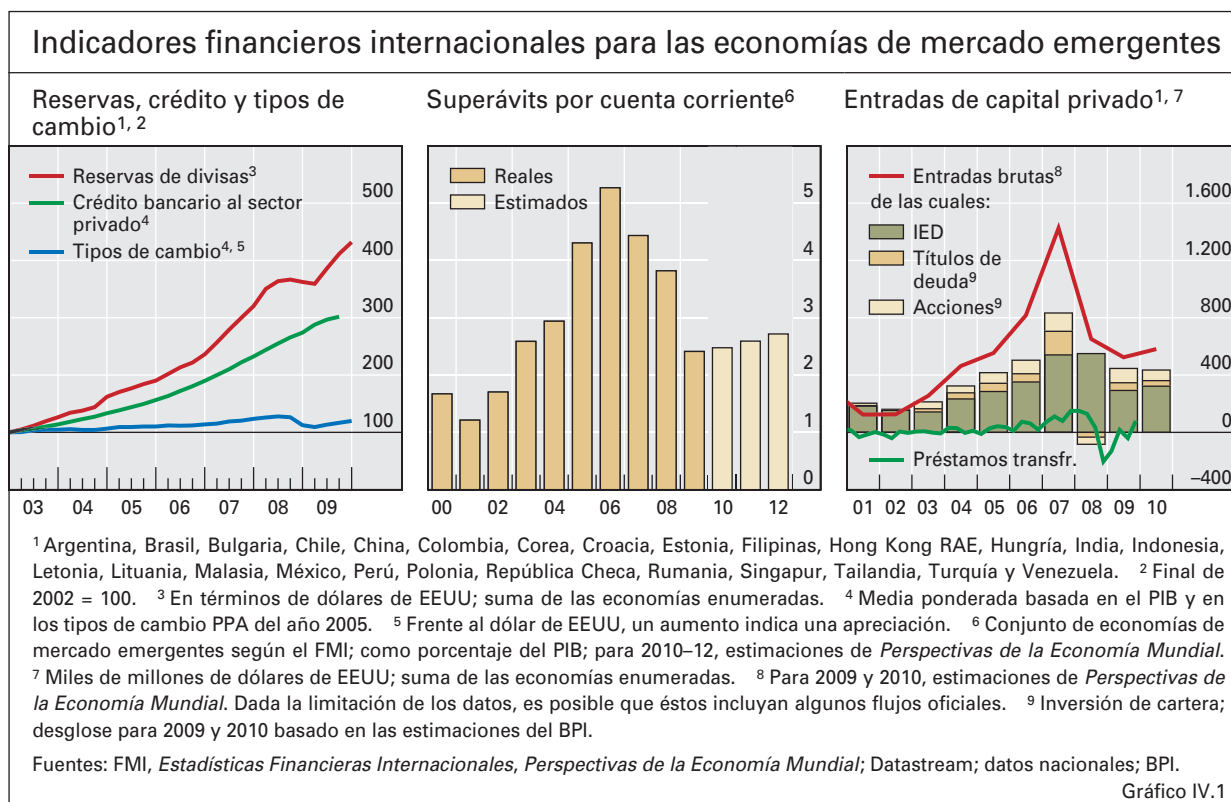
Resumen

Las recientes turbulencias en los mercados ante la preocupación por la deuda soberana probablemente han pospuesto el necesario retorno a políticas monetarias más normales en diversas economías avanzadas. El momento exacto en que se endurezcan las condiciones monetarias dependerá de las perspectivas sobre la actividad macroeconómica y la inflación, y de la salud del sistema financiero. Ahora bien, mantener las tasas de interés en niveles muy bajos conlleva un precio, que además aumenta con el tiempo. La experiencia demuestra que el mantenimiento de tasas inusualmente bajas durante períodos prolongados enturbia la valoración de los riesgos financieros, provoca la búsqueda de rentabilidad y retrasa el ajuste de los balances. Asimismo, los diferenciales de rendimiento resultantes alimentan flujos de capital insostenibles hacia países con tasas de interés altas. Dado que estos efectos secundarios ponen en peligro la estabilidad macroeconómica y financiera a largo plazo, es necesario tenerlos en cuenta a la hora de determinar el momento y el ritmo de normalización de las tasas de interés oficiales.

IV. Retos tras la crisis para la política económica en las economías de mercado emergentes

La demanda agregada en las economías de mercado emergentes (EME) se está recuperando con vigor. Las tasas de inflación general han crecido en la mayoría de economías emergentes asiáticas, algunos países de América Latina (como Argentina, Brasil y México) y Turquía. La inflación subyacente ha repuntado de forma significativa en la India. El crecimiento de los sectores industriales intensivos en recursos naturales en las EME, especialmente en China y la India, ha impulsado los precios de las materias primas. En varios países, el crédito bancario al sector privado ha crecido con rapidez, en ocasiones acompañado de fuertes incrementos en los precios de la vivienda.

Pese a todo, las condiciones monetarias continúan siendo acomodaticias en numerosas EME, particularmente en Asia. La vuelta a las intervenciones a gran escala para combatir la apreciación de la moneda ha generado una rápida acumulación de reservas (véase el Gráfico IV.1, panel izquierdo). En estas circunstancias, algunos bancos centrales tendrían que endurecer su política monetaria, especialmente en aquellas economías en las que las presiones inflacionistas se están intensificando. Al permanecer bajas las tasas de interés



en las economías avanzadas, el endurecimiento de la política monetaria en las EME estimularía las entradas de capital a corto plazo. Pero resistirse a las presiones apreciatorias asociadas a estas entradas aceleraría la expansión del crédito y aumentaría el riesgo de que se disparen los precios de los activos.

Así pues, no es de sorprender que las EME hayan mostrado un renovado interés por recurrir a los controles de capital discrecionales para hacer frente a una intensa afluencia de capitales. No obstante, el alivio que ofrecen muchos de estos controles es sólo pasajero. Además, en la medida en que son eficaces, los controles de capital reducen la competencia dentro del sistema financiero, distorsionan la asignación eficiente del capital y lastran el crecimiento económico. En cambio, las medidas macroprudenciales pueden contribuir a limitar la vulnerabilidad del sistema financiero ante la volatilidad de los flujos de capital y a atenuar algunos dilemas importantes en materia de política económica.

Ante estos retos para la política económica, podría no existir otra alternativa que subir las tasas de interés, aceptar una mayor flexibilidad cambiaria y reducir el recurso a la intervención en el mercado de divisas. Este planteamiento también es fundamental para lograr un ajuste macroeconómico ordenado a medio plazo y, en último término, un crecimiento mundial equilibrado.

Al mismo tiempo, las EME y las economías avanzadas deben seguir colaborando para reforzar los mecanismos monetarios internacionales a fin de garantizar que, en una futura crisis, la oferta de una divisa internacional sea suficiente. En el futuro previsible, dicha moneda continuará siendo, casi con certeza, el dólar estadounidense.

Desequilibrios externos y flujos de capital: ¿vuelven las tendencias nocivas?

Persisten los
desequilibrios por
cuenta corriente

Se prevé un aumento de los desequilibrios por cuenta corriente en las EME. En relación con su PIB conjunto, el superávit por cuenta corriente combinado de las EME cayó de forma acentuada entre 2006 y 2009, pero se espera que repunte en el período 2010–12 (véase el Gráfico IV.1, panel central). De hecho, debido a la sensibilidad cíclica subyacente de los flujos comerciales, a la fuerte demanda procedente de China y al encarecimiento de las materias primas, las exportaciones de numerosas EME aumentaron notablemente a principios del presente año.

Los flujos de capital
retornan a las
EME...

Mientras tanto, el capital continuó fluyendo hacia las EME. La inversión extranjera directa se mantuvo relativamente elevada durante la crisis y sigue siendo la principal fuente de afluencia de capital. La recuperación de otros tipos de entradas de capital privado desde mediados de 2009 ha estado impulsada por el aumento de los flujos de cartera invertidos en acciones (Gráfico IV.1, panel derecho). También se han reanudado los flujos de cartera en deuda, aunque a un ritmo más moderado. Únicamente los flujos bancarios transfronterizos mantuvieron su debilidad en 2009, aunque repuntaron ligeramente en el cuarto trimestre.

Diversos factores internos y externos sugieren que las entradas de capital serán incluso más voluminosas en los próximos meses. En primer lugar, se prevé una ampliación de los diferenciales de las tasas de interés nominales a corto plazo a favor de las EME que encabezan la recuperación mundial, a medida que sus bancos centrales normalicen sus tasas de interés oficiales con mayor rapidez que aquellos de las economías avanzadas (Gráfico IV.2, panel izquierdo).

... debido a los diferenciales de las tasas de interés internacionales...

En segundo lugar, las expectativas de apreciación de las monedas atraerán nuevas entradas de capital. Por tanto, como ocurría antes de la crisis, es probable que las monedas de varias EME sean objeto de operaciones de arbitraje de tasas de interés entre monedas (*carry trade*) y tengan que enfrentarse a un aumento de su volatilidad.

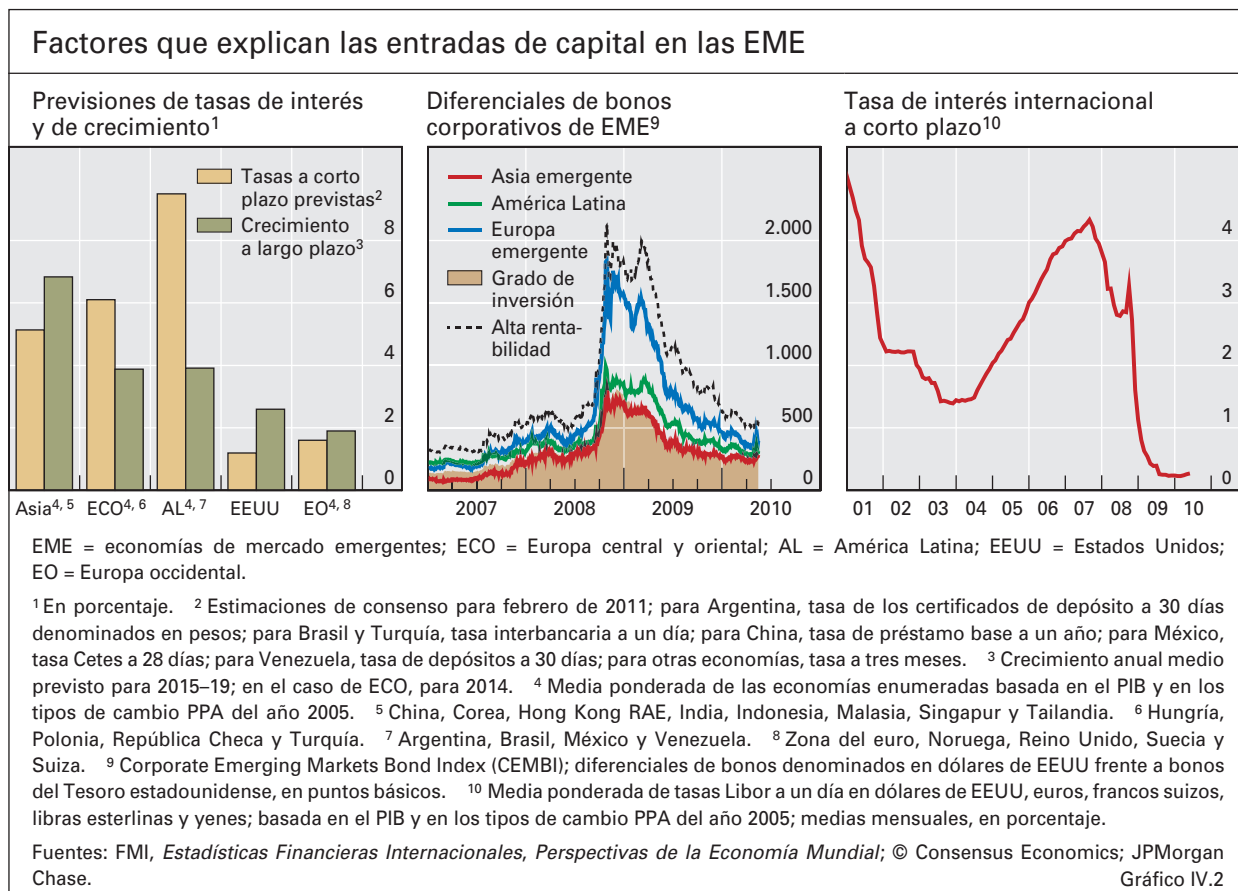
... a las expectativas de apreciación...

En tercer lugar, las previsiones indican que las EME crecerán a un ritmo significativamente más rápido que las economías avanzadas en los 10 próximos años (Gráfico IV.2, panel izquierdo), lo cual influye positivamente en las entradas de capital.

... a las perspectivas de sólido crecimiento...

Por último, la vigorosa recuperación en las EME ha favorecido no sólo el aumento de las tasas de rendimiento reales, sino también la percepción de menor riesgo por parte de los inversionistas, como reflejan la reducción de los diferenciales de los bonos (Gráfico IV.2, panel central) y las mejoras en la calificación crediticia de varias EME en 2009–10, como Brasil, Corea, Filipinas, Indonesia, Perú y Turquía. Estas condiciones de financiación más

... y a las favorables condiciones de financiación externa



favorables para las EME han renovado el interés de los inversionistas internacionales por determinadas clases de activos de estas economías. Las emisiones de bonos de economías emergentes en los mercados internacionales y locales han repuntado con fuerza a medida que los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de algunos emisores privados de mercados emergentes se han estrechado considerablemente desde sus máximos de finales de 2008. De hecho, los bonos corporativos de las EME cotizan cada vez más como emisiones con calificación de grado de inversión que como emisiones de alta rentabilidad (Gráfico IV.2, panel central). Sin embargo, hasta el momento la demanda de activos de economías emergentes se ha dirigido principalmente hacia los prestatarios de mayor calidad, especialmente los de economías de Asia y América Latina en las que las finanzas públicas y los balances de las empresas mantienen su solidez.

Además, las bajas tasas de interés oficiales (Gráfico IV.2, panel derecho) y la significativa expansión del balance de los bancos centrales en las principales economías avanzadas están preparando el terreno para que se reactiven notablemente los flujos de cartera y bancarios. Los inversionistas internacionales aún poseen grandes volúmenes de activos altamente líquidos, tales como fondos de inversión en activos del mercado monetario, que pueden transformarse con rapidez en activos de economías emergentes menos líquidos pero más rentables según sea necesario. Asimismo, los bancos internacionales están reforzando sus balances y desarrollando la financiación local para adaptarse al entorno bancario resultante de la crisis (véase el Capítulo VI).

La integración financiera internacional ofrece grandes beneficios: las entradas de capital estimulan el desarrollo financiero y suelen ser un factor esencial de crecimiento económico a medio plazo. Ahora bien, algunas de ellas pueden ser desestabilizadoras, como es el caso de los flujos de cartera (en especial de deuda) y el préstamo bancario transfronterizo, donde las gestoras de fondos y los inversionistas apalancados desempeñan un papel particularmente destacado. Esta inquietud pone de manifiesto la importancia de prestar atención no sólo a los tipos de flujos de capital, sino también a los inversionistas últimos.

Políticas aplicables

La perspectiva de voluminosas entradas de capital presenta una serie de retos inmediatos para las políticas económicas de las EME. Una mayor flexibilidad en los tipos de cambio ofrece numerosas ventajas: puede frenar el aumento en el sector privado de exposiciones imprudentes al riesgo de divisas y también puede ser muy útil para desincentivar entradas de capital a corto plazo asociadas a operaciones *carry trade*. Ahora bien, esa mayor flexibilidad implica que el tipo de cambio puede elevarse temporalmente hasta alcanzar niveles insostenibles para luego volver a su nivel de equilibrio. No obstante, esta dinámica es más preocupante para las economías con mercados de capitales poco activos o con mercados de divisas propensos a sobrereaccionar al alza o a la baja, ya que sus sistemas financieros se

La apreciación de la moneda contribuye al ajuste, pero no está exenta de riesgos

colapsarían por el ritmo de las entradas de capital. Además, las industrias exportadoras han liderado el crecimiento de las EME en la última década y a muchos les preocupa que la apreciación de la moneda perjudique la competitividad de dichas industrias y acabe imponiendo ajustes estructurales potencialmente costosos para las EME. No obstante, la apreciación de la moneda suele ser un importante mecanismo para redirigir la demanda hacia fuentes internas.

Una forma de hacer frente a la amenaza de apreciación derivada de las entradas de capital ha sido mantener bajas las tasas de interés oficiales incluso ante la intensificación de las presiones inflacionistas. Con unas tasas de interés oficiales reducidas se limitan las presiones sobre el tipo de cambio al tiempo que, por lo general, se refuerza la inversión y se impulsa la demanda interna. Pero mantener estas tasas en niveles excesivamente bajos durante demasiado tiempo aumenta los riesgos de recalentamiento interno, inflación, expansión excesiva del crédito y sobrevaloración de los precios de los activos.

Unas tasas de interés oficiales bajas también conllevan riesgos

Otra alternativa para hacer frente a la presión sobre los tipos de cambio en un entorno de crecientes entradas de capital consiste en intervenir en el mercado de divisas y subir la tasa de interés oficial para contrarrestar los efectos sobre la inflación, el crecimiento crediticio y los precios de los activos. Sin embargo, la intervención por sí sola, con la consiguiente acumulación de reservas, genera distorsiones asociadas a la fuerte expansión de los balances bancarios y a la intensificación de las presiones inflacionistas. Asimismo, contener la demanda interna con una subida de las tasas de interés oficiales y permitir una apreciación cambiaria sólo moderada o constante puede acabar incentivando las operaciones *carry trade* e incluso atrayendo más entradas de capital, lo cual a su vez no haría más que intensificar la presión sobre el tipo de cambio. Además, las intervenciones a gran escala hacen que resulte más difícil para las autoridades fijar la política monetaria con el nivel adecuado de contención y pueden generar riesgos para la estabilidad financiera.

En estas circunstancias, las autoridades han considerado alternativas no relacionadas con las tasas de interés tanto para moderar el volumen de los flujos de capital como para reforzar la capacidad de reacción de la economía y del sistema financiero ante la volatilidad de dichos flujos. En los apartados siguientes se analizan las ventajas e inconvenientes de las intervenciones prolongadas en el mercado de divisas, así como los controles de capital y las medidas prudenciales que permiten afrontar los riesgos financieros originados por un brusco aumento en las entradas de capital.

Podrían necesitarse otras alternativas

Intervención en el mercado de divisas: ¿parte del problema o de la solución?

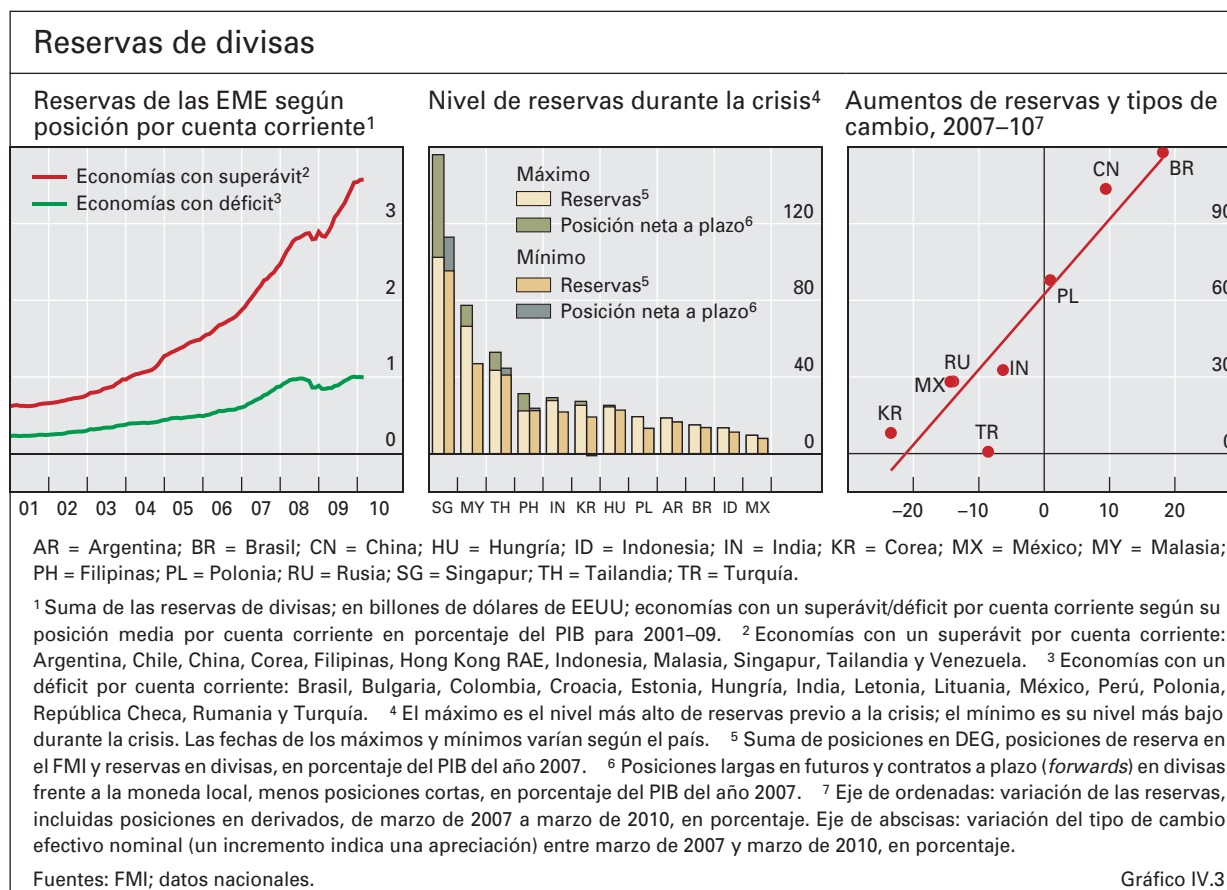
La variación en el volumen de reservas de divisas antes, durante y después de la crisis, ilustra la importancia de la intervención en el mercado de divisas como herramienta para los bancos centrales de mercados emergentes. Ahora bien, prolongar una intervención a gran escala puede resultar costoso y arriesgado.

La intervención es una de las herramientas utilizadas por las EME

Antes de la crisis, las autoridades de las EME acumularon un gran volumen de reservas de divisas (véase el Gráfico IV.3, panel izquierdo). En algunas EME (como Corea), alcanzar un nivel de reservas que los mercados juzgaran adecuado constituía un objetivo en sí mismo. También influyeron las opiniones de las agencias de calificación, que tenían en cuenta el volumen de reservas al evaluar la solvencia de un país. Pero en otras EME, en particular aquéllas con grandes superávits por cuenta corriente, la acumulación de reservas fue una consecuencia de las políticas cambiarias.

Durante la crisis, las reservas resultaron útiles

Los voluminosos niveles de reservas demostraron su utilidad durante la crisis. En la fase inicial ayudaron a convencer a los inversionistas extranjeros de que las EME estaban en cierto modo al amparo de las perturbaciones externas. Posteriormente, a partir de mediados de 2008, los bancos centrales utilizaron estas reservas no sólo para apuntalar el tipo de cambio ante las cuantiosas salidas de inversión de cartera (como en Corea y México), sino también para hacer frente a la escasez de liquidez en dólares de las instituciones financieras nacionales (como en Brasil y Corea; véase el Gráfico IV.3, panel central). Este recurso a las reservas de divisas para proporcionar financiación en moneda extranjera a los bancos nacionales ha reforzado la opinión previa a la crisis sobre la conveniencia de mantener un elevado montante de reservas. Sin embargo, al final, las reservas tuvieron que complementarse con líneas de *swaps* de monedas entre bancos centrales, particularmente con la Reserva Federal. La escasez de financiación en dólares



a corto plazo también ha generado debates sobre la necesidad de contar con mecanismos institucionales más fuertes.

Otra característica de la intervención durante la crisis fue el uso de *swaps* y *forwards* de divisas. En Filipinas, Malasia y Singapur, por ejemplo, las autoridades utilizaron posiciones a plazo como primera medida defensiva para proteger las reservas de divisas y limitar el impacto en la liquidez interna (Gráfico IV.3, panel central). Esto les permitió proporcionar liquidez en divisas al sector privado, principalmente a los bancos. Desde mediados de la década de los 90, las EME usan cada vez más los derivados como herramienta de gestión de reservas. Así, México utilizó opciones para suavizar el ajuste en los tipos de cambio que siguió a su crisis económica de 1994–95. En los últimos años, los derivados más empleados por los bancos centrales han sido los *forwards* y los *swaps*.

La utilización de derivados también ayudó

Durante la fase de recuperación tras la crisis, los bancos centrales de numerosas EME han vuelto a combatir la apreciación de sus monedas y a hacer acopio sustancial de reservas. Algunos continuaron acumulándolas durante la crisis (como China), mientras que otros, que experimentaron algunos de los mayores descensos en sus reservas de divisas, las han reconstituido. Por ejemplo, las reservas de Corea se redujeron en 64.000 millones de dólares con la crisis, pero desde entonces han recuperado su nivel previo. Estos ejemplos cuadran con la asociación positiva más general entre la acumulación de reservas y las presiones cambiarias en las EME (Gráfico IV.3, panel derecho).

La intervención y la acumulación de reservas se han reanudado

Una intervención prolongada y a gran escala tiene efectos de calado para las economías y los sistemas financieros de las EME. En primer lugar, cuando la acumulación de reservas provoca una relajación de las condiciones monetarias y acelera el crecimiento del crédito, puede aumentar las presiones inflacionistas o crear riesgos para el sistema financiero¹. En los últimos años, las reservas de divisas han crecido hasta niveles elevados en relación con el tamaño del sistema financiero nacional (Gráfico IV.4).

La intervención puede ayudar a relajar las condiciones monetarias y financieras

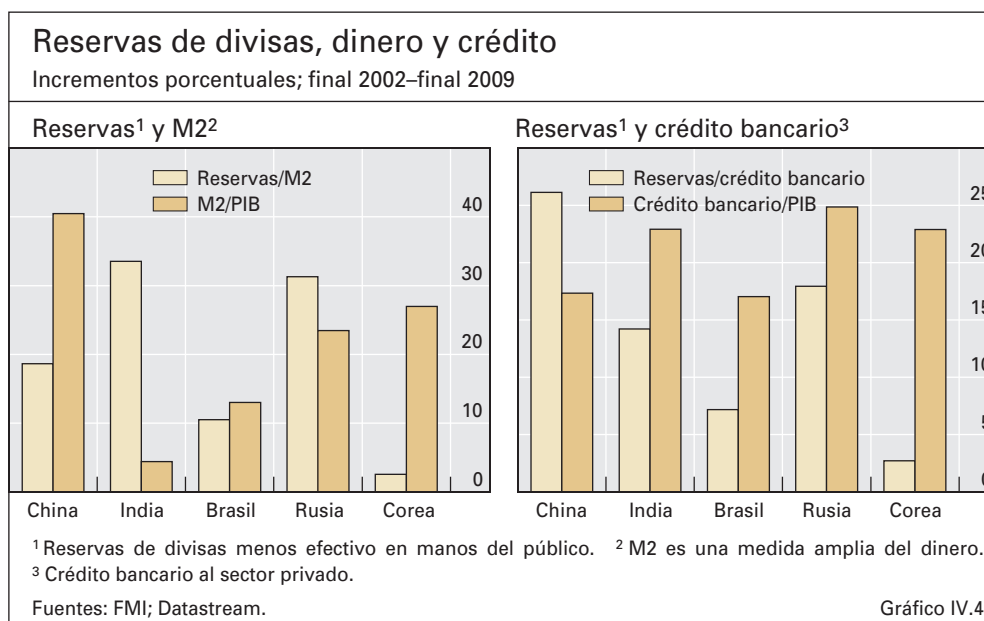
En segundo lugar, aun cuando se utilicen medidas de esterilización para contrarrestar las consecuencias inflacionistas indirectas de la acumulación de reservas, la intervención y la esterilización casi siempre resultan costosas. Por lo general, la esterilización implica que el banco central intercambia activos nacionales de alta rentabilidad por reservas de baja rentabilidad². Además, estas medidas también amplían el balance de los bancos y aumentan la fragilidad del sistema financiero al menos de dos formas³. En primer lugar, implica que las autoridades permutan activos en moneda extranjera del sector

La esterilización prolongada de la intervención puede ser costosa y amenaza la estabilidad financiera

¹ Véase, por ejemplo, J. Amato, A. Filardo, G. Galati, G. von Peter y F. Zhu, «Research on exchange rates and monetary policy: an overview», *BIS Working Papers*, n° 178, junio de 2005.

² Dependiendo de los mecanismos de gobernanza existentes entre el banco central y el Gobierno, los costes pueden ser lo suficientemente elevados como para cuestionar la independencia presupuestaria del banco central. Pueden consultarse estimaciones de los costes en Corea y la India a principios de esta década en H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park y A. Persaud, «Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future», *Geneva Reports on the World Economy*, n° 7, septiembre de 2005.

³ Véase M. S. Mohanty y P. Turner, «La acumulación de reservas de divisas en mercados emergentes: implicaciones locales», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2006.



privado por activos en moneda nacional del sector público, transfiriendo con ello del sector privado al público el riesgo cambiario derivado de los flujos de capital. En segundo lugar, si el vencimiento de la deuda del banco central se alargase significativamente, como ocurrió a principios de la década, los bancos del sector privado, habituales tenedores de la deuda derivada de la esterilización en las EME, se encontrarían cada vez más expuestos al riesgo de tasas de interés.

Los efectos secundarios no deseados de esterilizar completamente una intervención a gran escala han llevado a emplear instrumentos distintos de los propios del mercado, como los requerimientos de reservas mínimas. De hecho, algunos bancos centrales (como los de Argentina, China, Corea, Croacia, la India, Polonia y Rumania) han recurrido activamente a esta medida para esterilizar eficazmente el impacto sobre la liquidez del sistema bancario. A los bancos centrales les resulta menos costoso elevar el coeficiente de reservas obligatorias que emitir deuda, ya que las reservas suelen remunerarse por debajo de las tasas de interés de mercado. Pero existen inconvenientes prácticos. Especialmente en economías con sistemas financieros más desarrollados, unos requerimientos de reservas elevados hacen que, con el tiempo, la intermediación pase del sistema bancario regulado a entidades menos reguladas. Además, exigir más reservas puede ser útil para limitar la concesión de crédito en un período de auge motivado por entradas de capital, pero reducirlas puede ser menos eficaz que recortar las tasas de interés de las letras del banco central cuando se intenta estimular la expansión crediticia. Asimismo, a diferencia de la esterilización con herramientas basadas en las tasas de interés, los cambios frecuentes en los niveles de reservas obligatorias pueden complicar en exceso la gestión de liquidez en los bancos.

En resumen, la intervención prolongada y a gran escala en el mercado de divisas genera vulnerabilidades significativas en el sistema financiero y agrava los dilemas que afrontan las autoridades. Estos inconvenientes intrínsecos permiten entender el renovado interés que suscitan medidas de carácter

administrativo, tales como los controles de capital y las medidas prudenciales como alternativas a la intervención.

¿Qué papel pueden desempeñar los controles de capital y las políticas prudenciales?

Las cuestiones de política económica que plantea la gestión de los flujos de capital están recibiendo amplia atención⁴. Aunque en el pasado se han empleado diversos controles, la experiencia indica que es improbable que éstos aislen a las economías receptoras de una mayor afluencia de capital. Aun así, algunas medidas han ayudado durante un tiempo a los países a mantener sus tasas de interés por encima de las aplicadas en los mercados internacionales. Además, las medidas prudenciales han dado ciertas esperanzas de mejorar la capacidad del sistema financiero nacional para absorber los flujos financieros transfronterizos y sobrellevar la volatilidad de los tipos de cambio.

Gestión de los flujos de capital

La significativa reducción de impedimentos legales a los flujos de capital transfronterizos en los 25 últimos años ha favorecido el consiguiente aumento de la globalización financiera. Esta mayor integración financiera ha conllevado muchas ventajas, pero no está exenta de riesgos. En las EME, la actitud ante los controles difiere entre las distintas regiones. Desde principios de la década de los 90, los países de Europa central y oriental (ECO) han ido desmantelando sus controles de capital de forma regular en el marco de su proceso de integración en la Unión Europea. Por su parte, las EME de Asia meridional y oriental han incrementado determinados controles en el mismo período, mientras que las de América Latina están en un término medio, con un descenso moderado de los controles explícitos.

El atractivo de los controles de capital se explica por diversas razones. Una es que aumentan la efectividad de la política monetaria interna al desvincular los mercados financieros nacionales de los extranjeros. Otra es que, si reducen el volumen de las entradas, los controles de capital moderan las presiones apreciatorias sobre la moneda (pero a costa de distorsionar la asignación internacional del capital).

Algunas de las ventajas esperadas de los controles de capital...

Con todo, estudios empíricos indican que los controles de capital tienen limitaciones. No parecen tener impacto duradero en el volumen de flujos de capital, aunque pueden alterar su composición (por ejemplo, disminuyendo los flujos a corto plazo) de forma que descienda la volatilidad de los tipos de cambio. Además, existe escasa evidencia de que los controles de capital reduzcan la probabilidad de que una economía entre en crisis o el coste real de la misma⁵. Por último, los controles crean distorsiones microeconómicas.

... no se han materializado

⁴ Véase Comité sobre el Sistema Financiero Global, «Capital flows and emerging market economies», *CGFS Papers*, n° 33, enero de 2009.

⁵ Véanse R. Glick, X. Guo y M. Hutchison, «Currency crises, capital-account liberalization, and selection bias», *Review of Economics and Statistics*, vol. 88, n° 4, noviembre de 2006, pp. 698–714; y R. Cardarelli, S. Elekdag y M. Kose, «Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses», *IMF Working Papers*, n° WP/09/40, marzo de 2009.

Las herramientas
macroprudenciales...

Las jurisdicciones con un sistema financiero todavía en desarrollo reconocen ahora que cualquier relajación de los controles aplicados a los flujos internacionales de capital debería estar cuidadosamente secuenciada. Con todo, conforme dichas economías se desarrollan y sus mercados financieros ganan en sofisticación, la eficacia de estos controles y su fundamento tienden a desaparecer. Un método más prometedor y duradero para afrontar la volatilidad de las entradas de capital en las EME sería reforzar la capacidad del sistema financiero y de la economía para soportarlas. Al respecto, las herramientas prudenciales, que han sido el centro de atención como instrumento para limitar los riesgos financieros sistémicos (véase el Capítulo VII), podrían desempeñar una función importante.

Las economías de mercado emergentes han utilizado las herramientas prudenciales durante mucho tiempo para reforzar el sistema financiero. Recientemente las autoridades han reajustado muchas de estas herramientas para abordar las entradas de capital. En Hong Kong RAE, por ejemplo, donde las voluminosas entradas elevaron los precios inmobiliarios, las autoridades bajaron en octubre de 2009 la relación préstamo-valor máxima permitida para ciertos tipos de hipotecas, a fin de reducir los riesgos derivados del aumento de precios. En Corea se implantaron medidas similares. También se han aplicado límites a la relación entre deuda e ingresos (como en Corea) para contener la efervescente concesión de crédito. Varios bancos centrales de ECO (en particular, de Bulgaria, Croacia, Estonia y Polonia) adoptaron medidas similares durante el auge crediticio anterior a la crisis con el fin de limitar los descalces de monedas y contener la excesiva creación de crédito derivada de las entradas de capital.

... pueden hacer
más resistente el
sistema financiero

Otras de las medidas empleadas por las EME para garantizar la capacidad de reacción del sistema financiero son el fortalecimiento del marco regulador con respecto a los desfases de plazos en los balances de las instituciones financieras, la promoción del desarrollo de mercados de bonos en moneda local y de instrumentos de cobertura del riesgo de divisas, la limitación del endeudamiento en moneda extranjera a corto plazo, el fomento de recursos y prácticas de gestión de riesgos en el sector privado y el reforzamiento de la vigilancia de la exposición al riesgo de divisas.

El futuro del dólar estadounidense como moneda internacional

Exigencias de
reforma del
sistema monetario
internacional

El dólar de EEUU
es la moneda
internacional
hegemónica

Aunque las entradas de capital son la preocupación principal a corto plazo, las autoridades de las EME también están estudiando reformas del sistema monetario internacional que puedan revestir importancia a largo plazo. Una preocupación concreta es el papel del dólar estadounidense como moneda internacional hegemónica. Su función en el sistema monetario internacional, en particular como moneda vehicular de la mayoría de contratos de derivados se ha citado entre los factores que provocaron el contagio global a escala financiera y macroeconómica durante la reciente crisis. Sin embargo, conviene señalar que el contagio de la crisis desde Estados Unidos hacia las economías europeas avanzadas no se produjo a causa del dólar, sino en gran medida

debido a la elevada exposición de los bancos en Europa a los activos tóxicos estadounidenses y a su necesidad de captar fondos en dólares a corto plazo en los mercados mayoristas. En el caso de Asia, América Latina y las economías emergentes de Europa, la crisis las alcanzó a través de los vínculos comerciales. Algunos sistemas bancarios de economías emergentes sufrieron una escasez de fondos en dólares a corto plazo que acentuó la crisis; un problema que, en algunos casos, la Reserva Federal abordó acordando líneas de *swaps* de monedas con otros bancos centrales.

La preocupación principal de las autoridades monetarias en períodos de crisis es garantizar la disponibilidad de fondos suficientes en la moneda internacional, cualquiera que ésta sea. Actualmente dicha moneda es el dólar estadounidense y, en mucha menor medida, el euro y el franco suizo (véase el recuadro). La aparición de otras monedas internacionales dominantes (reales o virtuales) no modificaría la naturaleza del problema.

En las crisis es necesario el acceso a una moneda internacional

Para las EME, el problema puede ser grave. La capacidad de cualquier banco central de proporcionar liquidez en una moneda extranjera es limitada, dado que las tenencias en dicha moneda son finitas. Además, no cabe esperar que el emisor de una moneda internacional garantice el suministro de liquidez de forma incondicional. La utilización de una moneda internacional, como el DEG, que se basa en una cesta de monedas nacionales, no resolverá este problema básico. De hecho, es probable que lo complique, pues las autoridades de los países cuyas monedas integren la cesta no verían diferencia entre la emisión incondicional de la unidad compuesta y la emisión incondicional de sus propias monedas.

Pero el emisor de una moneda internacional podría no suministrar suficiente liquidez

Por tanto, continúa la búsqueda de una red mejorada de seguridad financiera a escala mundial y se están debatiendo propuestas al respecto. Esto es algo especialmente importante dada la ausencia de amplias líneas formales de *swaps* de monedas entre las EME y los principales bancos centrales. Una solución sería modificar la Línea de Crédito Flexible introducida por el FMI, de forma que los requisitos para acceder a ella fueran más previsibles y se ampliara su duración. Otra opción sería establecer un mecanismo para asegurar la liquidez en divisas, que combinaría el desembolso de primas de seguro y con líneas de crédito preacordadas de los principales bancos centrales. Otra posibilidad serían las soluciones regionales, como la Chiang Mai Initiative Multilateralisation y los *swaps* bilaterales de monedas distintas de las de reserva durante períodos de tensión. Todas estas propuestas merecen un estudio más detallado. Quedan pendientes cuestiones relevantes, como la forma de hacer frente al riesgo moral que pueden entrañar estos mecanismos, y también hasta qué punto es realista alcanzar un acuerdo sobre una red de seguridad financiera mundial que resultara lo suficientemente amplia en caso de crisis grave, en el que también habría que abordar muchos otros aspectos.

Las EME buscan alternativas

Lecciones de la crisis sobre el papel internacional del dólar estadounidense

A finales de 2008, las turbulencias en los mercados monetarios mundiales alteraron el papel hegemónico del dólar estadounidense en la negociación a plazo de dos monedas situadas en la periferia de la zona del euro: el forint húngaro y el zloty polaco. Este experimento natural sobre la resistencia del dólar terminó con un rápido retorno de este segmento del mercado de divisas mundial a su patrón anterior. El caso sugiere que la hegemonía del dólar como medio de cambio internacional es más fuerte de lo que suele suponerse.

Antecedentes

Durante la crisis financiera internacional, las tensiones existentes en los mercados de financiación en dólares se propagaron de forma rápida y vigorosa a otros mercados monetarios, en parte debido a la preponderancia del dólar en el mercado de *swaps* de divisas. En este mercado, los fondos en una moneda se permutan temporalmente por fondos en otra. En abril de 2007, el par de monedas más negociado era el dólar/euro, que representaba el 28% de los *swaps*. Otras monedas se permutaban por el dólar en el 64% de las operaciones y, por el euro, en sólo el 6%. Los *swaps* en dólares dominaban en una proporción de 10 a uno incluso en los mercados de divisas de Europa central, donde los agentes del mercado cruzan la moneda local al contado principalmente con el euro. En resumen, el dólar se situó muy por encima de otras monedas como medio de cambio en el mercado de *swaps*.

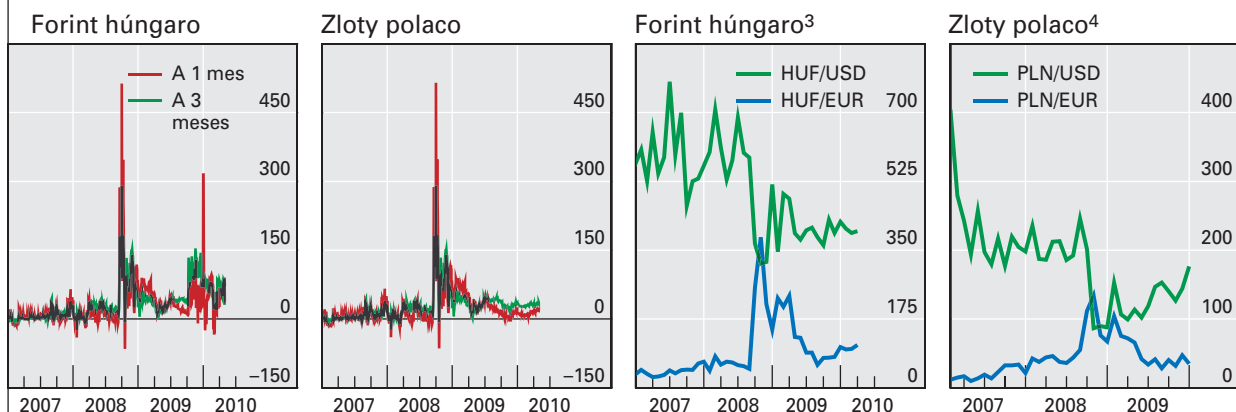
El dólar no domina tanto en otros usos internacionales. En el mercado internacional de bonos, el dólar y el euro se sitúan más a la par en importancia como depósito de valor: el 45% para el dólar y el 32% para el euro a finales de 2008, según datos del BPI y del BCE. Este contraste puede explicarse por la inercia del medio de cambio, al concentrarse la liquidez en determinados tipos de cambio bilaterales. Por tanto, las monedas de Europa central no empezaron a cruzarse principalmente con el euro en el mercado de divisas al contado hasta bastante después de ser más estables frente a éste que frente al dólar.

Más allá de la pura inercia, las externalidades de red rigen la elección de un medio de cambio. En concreto, si es más fácil permutar dólares por otras monedas, entonces es más útil intercambiar cualquier moneda nacional por dólares. Siendo así, el predominio de los *swaps* de dólares se puede restablecer incluso tras una perturbación significativa que lleve a los agentes del mercado a sustituir el dólar por el euro durante un tiempo. La pura inercia puede explicar la permanencia de los *swaps* de dólares, pero no su retorno.

Valoración y negociación de *swaps*: el dólar y el euro frente al forint y al zloty

Precios de *swaps*¹

Contratación de *swaps*²



¹ Diferencial entre la prima de rendimiento del dólar de EEUU (implícita en los *swaps* de divisas) sobre la tasa Libor para el dólar y la prima de rendimiento del euro (implícita en los *swaps* de divisas) sobre la tasa Libor para el euro, para la moneda indicada; en puntos básicos. ² Volumen de negociación de los *swaps* de divisas frente al dólar de EEUU y el euro. ³ Contratación media diaria de *swaps* en el mercado de divisas húngaro declarada por instituciones crediticias residentes; en miles de millones de forints. ⁴ Volumen total de contratación mensual en el mercado de divisas polaco, en miles de millones de zlotys.

Fuentes: Magyar Nemzeti Bank; Banco Nacional de Polonia; Reuters.

Gráfico IV.A

El experimento natural

En abril de 2007, sólo unas pocas monedas contaban con un mercado bien desarrollado de *swaps* de dólares y de euros, incluidos el forint húngaro y el zloty polaco. Afortunadamente, los bancos centrales de Hungría y Polonia recopilan datos mensuales que ofrecen una visión de la dinámica del mercado en el período posterior al colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Como se ha señalado, antes de la crisis la moneda preferida para los *swaps* en ambos mercados seguía siendo el dólar. Cuando la escasez de dólares se agudizó en septiembre y octubre de 2008, las tasas de interés del dólar implícitas en el precio de los *swaps* en dólares superaron a las tasas de interés del euro implícitas en el precio de los *swaps* en euros. En Hungría y Polonia, los operadores en los mercados de divisas pasaron de permutar la moneda local por el dólar a intercambiarla principalmente por euros. Cuando las ingentes cantidades de *swaps* de la Reserva Federal proporcionaron financiación en dólares a los bancos europeos, la prima sobre los dólares bajó y, un año después, los operadores volvían a permutar las monedas locales mayoritariamente por el dólar (véase el Gráfico IV.A).

La estructura del mercado de francos suizos podría encerrar la clave para explicar el retorno al dólar de los mercados de *swaps* húngaro y polaco. Dado que muchos de los préstamos de Hungría y Polonia están denominados en francos suizos, en último término los bancos de dichos países no necesitan convertir la liquidez en moneda nacional a euros o dólares, sino a francos suizos. En abril de 2007, en el mercado de contado el valor de las operaciones de francos suizos/euros se aproximaba al cruzado en francos suizos/dólares (33.000 frente a 49.000 millones de dólares); en el mercado de *swaps*, en cambio, el volumen negociado de francos suizos/euros fue muy inferior al valor de las operaciones de francos suizos/dólares (15.000 frente a 81.000 millones de dólares). Si en circunstancias normales el franco suizo puede permutarse por el dólar más fácilmente que por el euro, entonces es comprensible que los operadores de Hungría y Polonia volvieran a permutar la moneda local por el dólar tras la crisis.

En pleno debate sobre el futuro del dólar como depósito de valor, el hecho de que Hungría y Polonia vuelvan a utilizarlo en el mercado de *swaps* muestra su aguante como medio de cambio. Esta propiedad refleja fuerzas que trascienden la pura inercia y están arraigadas en los complejos vínculos existentes entre bancos internacionalmente activos, préstamos transfronterizos y operaciones de liquidez transfronterizas. Esta perspectiva práctica sobre las operaciones actuales de los mercados debería tenerse en cuenta al considerar cualquier cambio en el sistema monetario internacional.

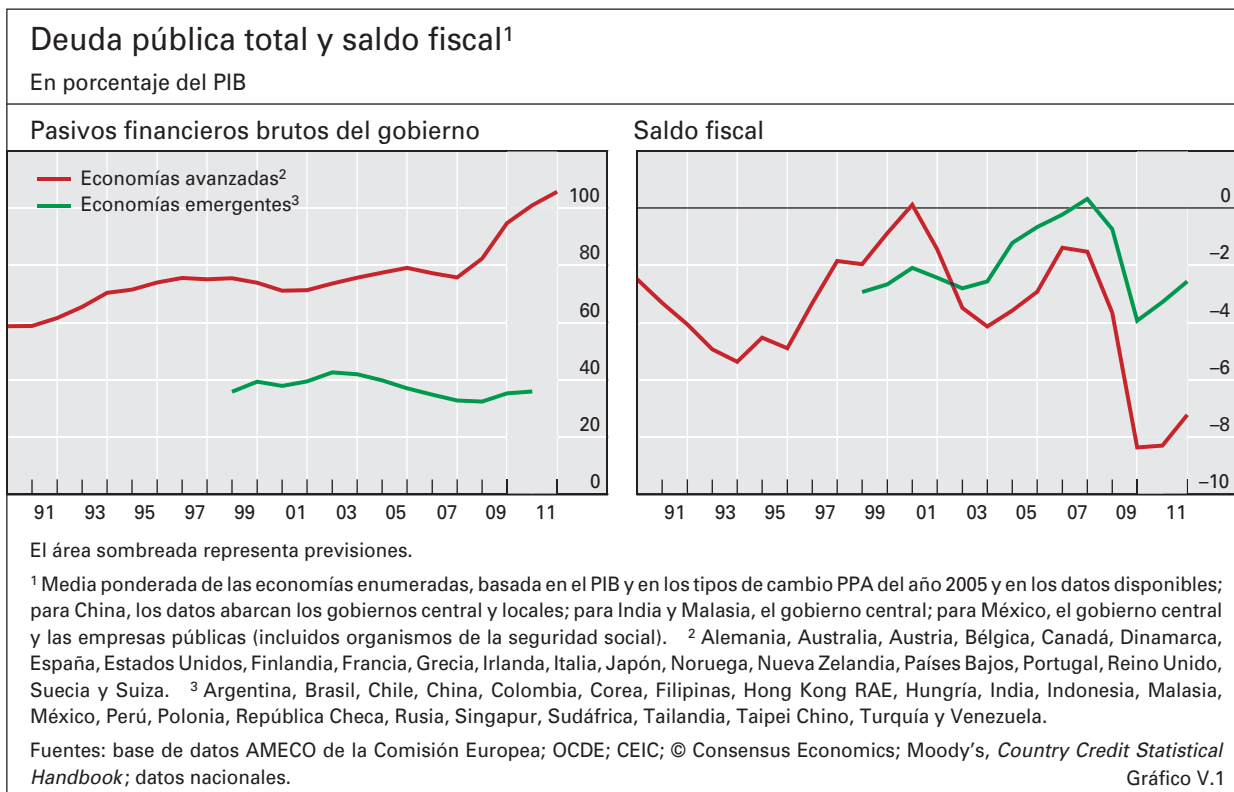
Resumen

La situación económica de las EME ha mejorado notablemente, pero aún se enfrentan a significativos dilemas de política económica. La reactivación del crecimiento y el retorno de las entradas de capital exponen de nuevo a las autoridades a viejas presiones (inflación, rápida expansión del crédito, apreciación de la moneda y efervescencia de los precios de los activos) que ya tuvieron que afrontar antes de la crisis. En caso de intensificarse las entradas de capital, los desequilibrios macroeconómicos podrían ir a más. Hacer frente a las entradas de capital con nuevas intervenciones a gran escala en el mercado de divisas entraña riesgos para el sistema financiero. Como alternativa, las medidas macroprudenciales pueden ayudar a limitar tanto la exposición por descalces de monedas o de plazos derivados de las entradas de capital de cartera, como las consecuencias negativas asociadas a la expansión del crédito. Pero las medidas macroprudenciales no son sustitutivas de una política monetaria restrictiva ni de una mayor flexibilidad cambiaria como medios para fomentar ajustes internos y externos ordenados y sostenidos. Al mismo tiempo, es necesario redoblar los esfuerzos para afianzar la capacidad de reacción del sistema monetario internacional.

V. Sostenibilidad fiscal en los países industriales: riesgos y desafíos

Las notables caídas de los ingresos públicos, los cuantiosos programas de rescate financiero y las políticas fiscales expansivas tras la crisis financiera han deteriorado notablemente las posiciones fiscales de las economías industriales (véase el Gráfico V.1). Se prevé que la deuda pública agregada de las economías avanzadas en porcentaje del PIB crezca desde el 76% en 2007 hasta más del 100% en 2011, un nivel no alcanzado en las últimas décadas. Además, aún no se conoce el coste total de poner en orden los balances de las instituciones financieras, en particular teniendo en cuenta que siguen siendo muy vulnerables a acontecimientos adversos. Más allá de 2011, diversos países industriales se enfrentan al elevado y creciente gasto en pensiones y salud asociados al envejecimiento de su población. Si no se abordan a tiempo y con eficacia, estos costes podrían generar niveles de déficit y deuda cada vez mayores.

Por su parte, las economías de mercado emergentes (EME), que se adentraron en la crisis financiera con una posición fiscal más o menos sólida, salieron de ella relativamente indemnes (Gráfico V.1). Así pues, su tasa de deuda pública agregada, situada en torno a 35% del PIB a fines de 2009, se



mantiene baja comparada con la de las economías avanzadas y parece poco probable que vaya a dispararse. Aun así, las posiciones fiscales de las EME difieren notablemente entre sí, y algunas de ellas tienen dificultades para reducir sus déficits presupuestarios hasta niveles sostenibles. Además, numerosas EME afrontan retos fiscales a largo plazo derivados del envejecimiento de su población, que probablemente se agraven a medida que intenten mejorar o ampliar los servicios públicos básicos a un mayor segmento de su población. Estas cuestiones se discuten brevemente en el recuadro de la página 70.

Los elevados y crecientes niveles de deuda pública plantean riesgos sustanciales para la economía mundial. Como demostró la reciente crisis de la deuda europea, el temor a que el sector público incumpla sus pagos puede inducir un aumento marcado de las tasas de interés, lo que podría agravar aún más la fragilidad financiera y poner en peligro la incipiente recuperación económica. La adopción en mayo de medidas de apoyo sin precedentes por parte de los gobiernos europeos, el FMI y el BCE ayudó a estabilizar los mercados financieros, pero persiste la preocupación por la sostenibilidad fiscal a largo plazo de Grecia y otros países europeos. Existe el riesgo de que esta preocupación se acentúe afectando a otros países, algo que se evitaría si los gobiernos aplicaran medidas enérgicas para solucionar sus problemas fiscales. Además, en el largo plazo, unos niveles de deuda pública persistentemente más elevados podrían aumentar la vulnerabilidad de las economías ante acontecimientos adversos, reducir su potencial de crecimiento a largo plazo y amenazar las perspectivas para la estabilidad monetaria.

De hecho, el examen cada vez más riguroso de las posiciones fiscales que realizan los inversionistas ya ha llevado a diversas economías avanzadas a adoptar nuevas medidas de consolidación fiscal o mejorar las existentes, lo cual debería facilitar una reducción de los déficits fiscales más rápida de lo previsto a comienzos de 2010. Cualquier esfuerzo en este sentido debería ir acompañado de reformas que garanticen la viabilidad de las finanzas públicas a largo plazo, por ejemplo, con medidas orientadas a impulsar la productividad y el futuro crecimiento económico potencial, e iniciativas para contener el aumento del gasto relacionado con la edad. Si los países industriales adoptan estas medidas con la determinación necesaria, sus posibles efectos adversos a corto plazo sobre el crecimiento del producto se verán compensados con creces por los beneficios de mantener tasas de interés más reducidas y estables, un sistema financiero menos frágil y mejores perspectivas para el crecimiento económico.

El resto del capítulo analiza los desequilibrios fiscales a corto y largo plazo a los que se enfrentan los países industriales y discute sus posibles implicaciones para la economía mundial.

La evolución de la deuda pública y sus perspectivas a corto plazo

Los países industriales ya han conocido altos niveles de deuda pública. Tras la Segunda Guerra Mundial, por ejemplo, se alcanzaron niveles cercanos al 120% del PIB en Estados Unidos y al 275% en el Reino Unido. En ambos países, cuya

La deuda pública bate récords desde la Segunda Guerra Mundial

Tendencia alcista de la deuda pública antes de la crisis

deuda pública en 2011 se prevé que supere el 90% del PIB, el reciente aumento de ésta sólo es comparable al observado durante las dos guerras mundiales (véase el Gráfico V.2, panel izquierdo). Aún peor, el incremento actual del endeudamiento asociado a la crisis ha coincidido en numerosos países con una prolongada erosión de su posición fiscal. De hecho, desde los años 70 hasta 2007, el promedio de deuda pública para el conjunto de los países industriales ha ido creciendo paulatinamente desde el 40% hasta el 76% del PIB (Gráfico V.2, panel derecho). El desequilibrio crónico entre los ingresos públicos y los gastos comprometidos (especialmente el gasto relacionado con la edad de la población) indica que, en diversos grados según el país, la posición fiscal ya había tomado una senda insostenible antes de que estallara la reciente crisis financiera.

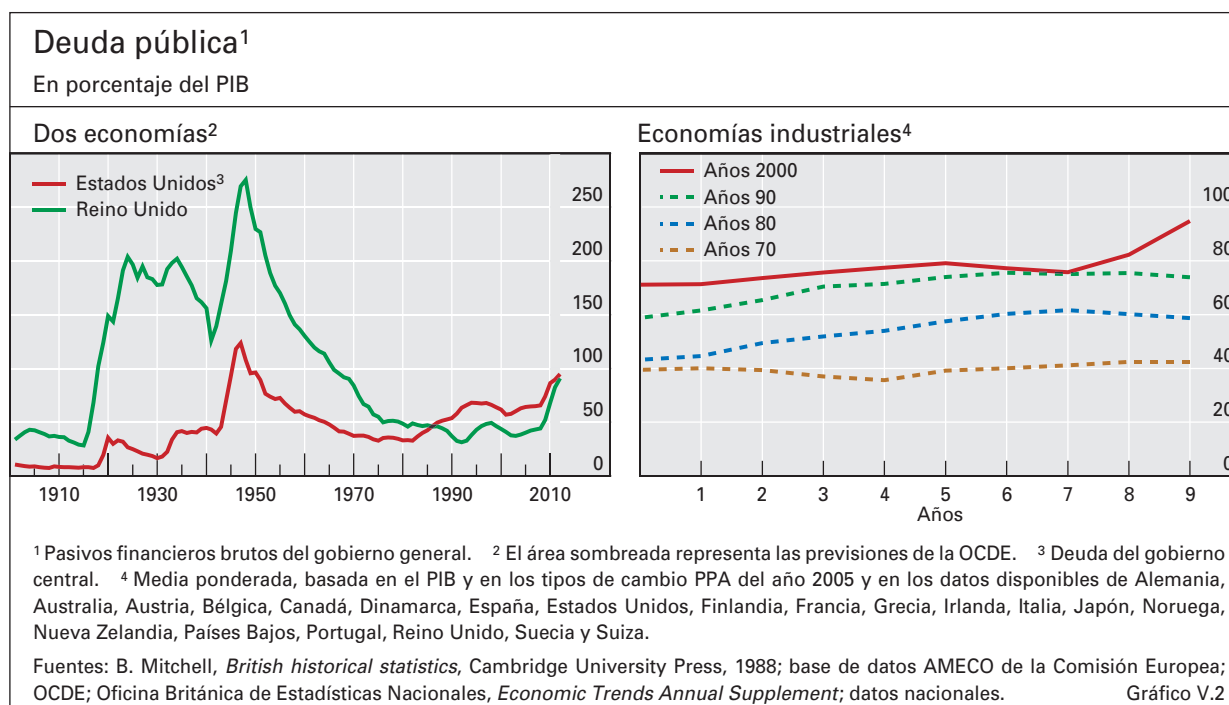
El aumento de la deuda difiere entre países

Para fines de 2011, se prevé que el cociente deuda pública/PIB de las economías industriales sea, en promedio, unos 30 puntos porcentuales superior al de 2007, lo que supone un incremento cercano a $\frac{2}{3}$, que será aún mayor en los países más afectados por la crisis. Así, durante el periodo comprendido entre fines de 2007 y fines de 2011, se prevé que la deuda en proporción del PIB crezca más de la mitad en Estados Unidos y en $\frac{4}{5}$ en España, que casi se duplique en el Reino Unido y se triplique en Irlanda (véase el Cuadro V.1).

La deuda pública seguirá creciendo...

No es probable que el reciente repunte de la deuda pública vaya a cesar en el futuro cercano, por diversos motivos. El primero es que los déficits cíclicos provocados por la desaceleración económica (fuertes caídas de los ingresos tributarios acompañadas de un aumento de algunos gastos, principalmente de apoyo a las rentas bajas) probablemente no desaparezcan con rapidez, ya que se prevé que la recuperación económica sea lenta.

... ante la probabilidad de que persistan los abultados déficits públicos



Situación fiscal y perspectivas de algunas economías avanzadas ¹									
	Saldo fiscal			Saldo estructural ²			Deuda pública		
	En porcentaje del PIB								
	2007	2010	2011	2007	2010	2011	2007	2010	2011
Alemania	0,2	-5,4	-4,5	-0,4	-3,7	-3,1	65	81	84
Austria	-0,5	-4,7	-4,6	-1,1	-3,1	-3,2	62	74	77
España	1,9	-9,4	-7,0	1,6	-6,6	-4,6	42	73	78
Estados Unidos	-2,8	-10,7	-8,9	-3,1	-9,3	-8,0	62	90	95
Francia	-2,7	-7,8	-6,9	-3,0	-5,7	-5,2	70	94	99
Grecia	-5,4	-8,1	-7,1	-5,8	-4,6	-2,4	104	129	139
Irlanda	0,1	-11,7	-10,8	-1,3	-8,0	-8,3	28	83	92
Italia	-1,5	-5,2	-5,0	-2,2	-2,4	-2,8	112	132	135
Japón	-2,4	-7,6	-8,3	-3,0	-6,6	-7,6	167	199	205
Países Bajos	0,2	-6,4	-5,4	-0,3	-4,4	-3,7	52	75	79
Portugal	-2,7	-7,4	-5,6	-2,6	-5,8	-4,3	71	95	99
Reino Unido	-2,7	-11,5	-10,3	-3,4	-8,6	-7,8	47	82	91
<i>Pro memoria³:</i>									
<i>Asia, emergentes⁴</i>	0,1	-3,1	-2,6	...	...	...	33	36	...
<i>Europa Central⁵</i>	-2,2	-6,0	-5,0	...	...	...	45	55	59
<i>América Latina⁶</i>	-0,5	-2,3	-1,9	...	...	...	39	40	...

¹ Gobierno general; para China, los datos abarcan los gobiernos central y locales; para la India y Malasia, el gobierno central; para México, el gobierno central y las empresas públicas (incluidos los organismos de la seguridad social); previsiones para 2010–11.
² Saldo fiscal ajustado por el ciclo. ³ Medias de las economías enumeradas, a partir del PIB y los tipos de cambio PPA de 2005. ⁴ China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, la India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taipei Chino. ⁵ Hungría, Polonia y la República Checa. ⁶ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuentes: base de datos AMECO de la Comisión Europea; OCDE; CEIC; © Consensus Economics; Moody's, *Country Credit Statistical Handbook*; datos nacionales. Cuadro V.1

El segundo motivo es que gran parte del déficit fiscal previsto para 2010 y 2011 probablemente persista pese a la recuperación del producto. Se estima que la crisis financiera ha reducido de forma permanente el PIB potencial futuro en numerosos países —y, por tanto, la base impositiva del sector público¹—. Además, en algunos países (en particular, España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido), parte del fuerte aumento de la recaudación tributaria antes de la crisis estuvo relacionado con un auge insostenible de los sectores de la construcción y financiero. Como es poco probable que estos sectores recuperen pronto sus niveles de actividad previos a la crisis, tampoco lo hará la recaudación tributaria generada por ellos. Asimismo, es previsible que los países deban aumentar durante años su gasto en concepto de prestaciones por desempleo ante el aumento del número de desempleados de larga duración.

La caída del producto potencial implica una pérdida de ingresos tributarios

El tercer motivo es la incertidumbre acerca de cuándo y hasta qué punto se revertirán las medidas discrecionales extraordinarias adoptadas en varios países para reactivar la demanda agregada. La reciente crisis ha obligado a algunos países del sur de Europa a anunciar medidas para reducir sus déficits

La reversión de las medidas discrecionales extraordinarias es incierta

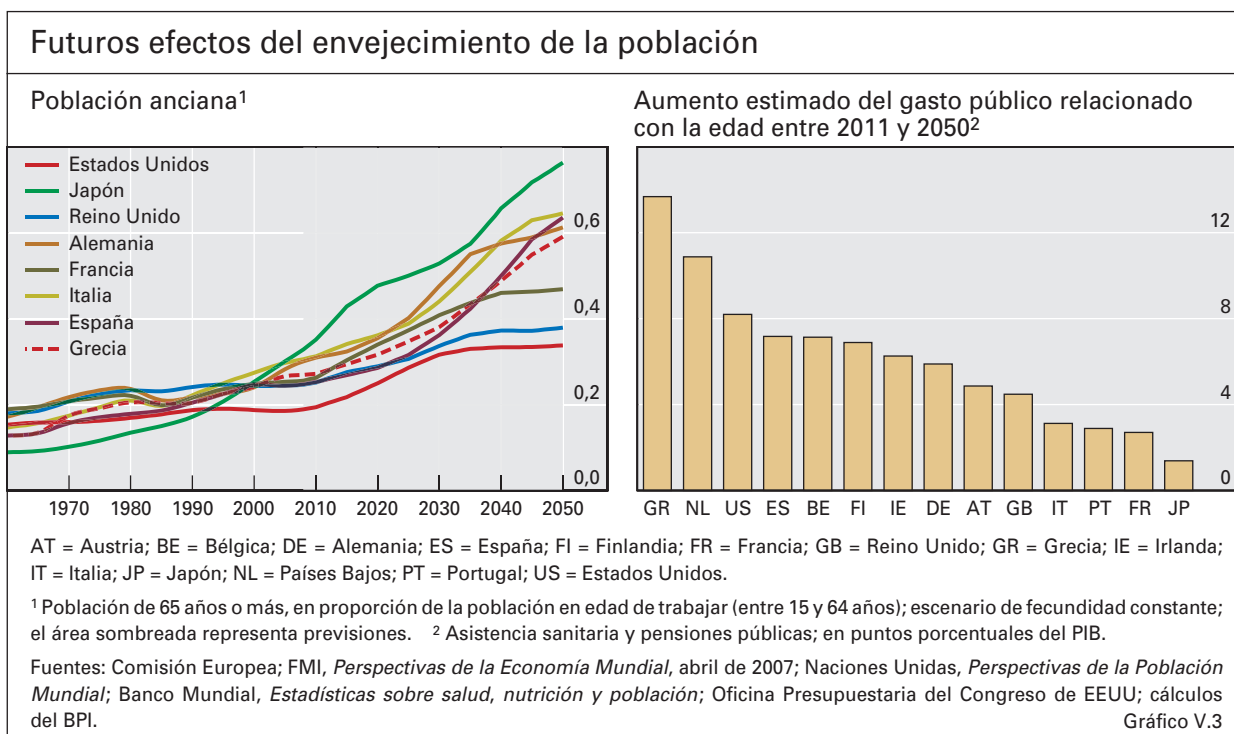
¹ Como resultado de la pérdida permanente de producto potencial, se estima que los ingresos tributarios, en porcentaje del PIB, para el conjunto de la OCDE en el período 2009–11 serán más de 1 punto porcentual inferiores a la media del período 2000–07; véase OCDE, *Economic policy reforms: going for growth 2010*, marzo de 2010.

fiscales estructurales más rápido de lo previsto, pero se desconoce si los principales países industriales también retirarán los estímulos fiscales antes de que el crecimiento y el empleo hayan retornado a niveles más aceptables. La experiencia de los países industriales indica que los déficits primarios estructurales (aquellos que excluyen los pagos por intereses y se ajustan por los aumentos y caídas cíclicas del gasto y los ingresos, respectivamente) sólo tienden a corregirse lentamente².

Aún se desconoce el coste final de poner en orden el sistema financiero

Por último, aún se desconoce el coste final de poner en orden el sistema financiero. En diversos países, los bancos todavía son frágiles y están expuestos a mercados financieros volátiles y al deterioro del mercado inmobiliario no residencial (véase el Capítulo II)³.

El tamaño y duración del incremento de los coeficientes entre deuda y PIB dependerán no sólo de futuras decisiones sobre impuestos y gastos primarios (gastos que excluyen los pagos de intereses de la deuda pendiente), sino también del crecimiento real del PIB y de la trayectoria futura de las tasas de interés reales. En este sentido, las perspectivas de crecimiento de numerosos países industriales son, en el mejor de los casos, débiles y es probable que aumenten las tasas de interés reales.



² Véase S. Cecchetti, M. S. Mohanty y F. Zampolli, «The future of public debt: prospects and implications», *BIS Working Papers*, n° 300, marzo de 2010.

³ El FMI estima que por ahora el volumen de recursos comprometido en apoyo del sector financiero en las economías avanzadas (inyecciones de capital, así como compras de activos y préstamos por parte del Tesoro) asciende al 6,2% del PIB de 2009. De esta cantidad, hasta ahora se ha utilizado sólo el 3,5% —un volumen bastante modesto comparado con el coste medio directo de los programas de rescate financiero en crisis anteriores—. Con todo, estas cifras podrían ocultar una situación más grave en algunos de los países más afectados por la crisis financiera. Por ejemplo, el Reino Unido y Estados Unidos han comprometido, respectivamente, el 11,9 y 7,4% de su PIB de 2009, habiéndose utilizado hasta ahora el 6,6 y 4,9%. Véase FMI, *Fiscal Monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, mayo de 2010.

Lamentablemente, los abultados déficits fiscales previstos a corto plazo no son el único motivo de preocupación. Los gobiernos de aquellas economías avanzadas con una creciente proporción de población anciana con respecto a la población en edad de trabajar (véase el Gráfico V.3, panel izquierdo) se enfrentan a otro reto fiscal: cómo contener y financiar los crecientes costes de salud y pensiones a medio y largo plazo. Algunos de estos países también se enfrentan un menor crecimiento del PIB potencial, lo que dificultará aún más dicha financiación. Los sistemas de salud y de pensiones difieren entre países, y algunos de ellos ya se han reformado para contener hasta cierto punto el aumento de los gastos. Por lo tanto, países donde se prevé que la proporción de población anciana sobre población en edad de trabajar crezca a un ritmo

Los actuales déficits subestiman los problemas fiscales...

Perspectivas fiscales en las economías de mercado emergentes

Es probable que las economías de mercado emergentes (EME) deban afrontar retos fiscales en los próximos años. A primera vista, su posición fiscal agregada parece manejable. De hecho, y a diferencia de los países industriales, se prevé que en el conjunto de las EME la razón deuda pública sobre PIB varíe muy poco respecto del nivel cercano al 35% previo a la crisis. Asimismo, el rápido crecimiento del que han gozado varias EME genera expectativas de que sus cocientes de deuda pública no aumenten tan rápido como en las economías industriales. Además, el elevado rendimiento de la inversión pública en las EME puede ayudar a sostener un nivel de deuda mayor, siempre que éste no se destine a financiar un consumo derrochador.

Sin embargo, tras la posición fiscal agregada de las EME subyacen importantes diferencias entre países. Por ejemplo, la razón de deuda pública sobre PIB en algunas de ellas, como Hungría y la India, cercana al 80% o más a finales de 2009, se mantiene elevada. En términos más generales, podrían seguir actuando algunos de los factores que han hecho a las EME menos capaces de soportar niveles de deuda pública similares a los de las economías más avanzadas.

En primer lugar, el hecho de que las EME gocen de menor credibilidad respecto de la inflación hace que sus gobiernos dependan en mayor medida del endeudamiento en moneda extranjera para financiar sus déficits fiscales. Esto las expone a fluctuaciones del valor externo de su moneda y a reversiones repentinas de los flujos de capital. Por ejemplo, en 2009 la deuda en moneda extranjera representaba el 63%, 58% y 40% de la deuda pública total en Indonesia, Hungría y Polonia, respectivamente. Sin embargo, Brasil y la India, que se encuentran entre las EME con mayor nivel de deuda, financian sus déficits básicamente con fuentes internas.

En segundo lugar, la base tributaria —y, por tanto, los ingresos tributarios en relación al PIB— suele ser menor en las EME, y ampliarla no es sencillo, considerando su menor grado de urbanización y desarrollo. Por ejemplo, la razón ingresos tributarios/PIB es inferior al 25% en varias EME asiáticas, frente a la media de la OCDE en 2008, en torno al 38%. En tercer lugar, las EME suelen ser más vulnerables a acontecimientos adversos en el comercio y los mercados financieros internacionales. Actualmente, una gran preocupación es que el posible agravamiento de los problemas fiscales en las economías avanzadas pueda terminar afectando a las EME a través de una menor demanda de exportaciones, así como de un aumento de la aversión al riesgo de los inversionistas y de un deterioro de las condiciones crediticias. En cuarto lugar, la política fiscal sigue siendo muy expansiva en algunas EME, contribuyendo a escaladas de los precios de los activos que podrían resultar insostenibles. Por ejemplo, los voluminosos programas de estímulo fiscal en China se han asociado al reciente y rápido proceso de expansión del crédito bancario en ese país, lo que ha creado riesgos importantes para la economía y el sistema financiero.

Además de estos retos tradicionales, varias EME también se enfrentan al rápido crecimiento de su población anciana, así como a una demanda creciente de cobertura del bienestar social. La ampliación de la red de seguridad social no sólo es deseable en sí misma, sino también por la necesidad de reducir el elevado ahorro nacional en algunos países, y con ello los desequilibrios globales por cuenta corriente. No obstante, esa ampliación no debe poner en peligro la viabilidad a largo plazo del sistema fiscal.

... ante el previsible aumento del gasto relacionado con la edad

similar no afrontan necesariamente aumentos comparables en sus proyecciones de gasto público por envejecimiento de la población. Por ejemplo, si se siguen las políticas actuales, durante el periodo 2011–50 dicho gasto como porcentaje del PIB aumentaría en varios puntos porcentuales en Alemania, España, Estados Unidos, Grecia y el Reino Unido, y algo menos en Francia, Italia y Japón (Gráfico V.3, panel derecho).

Proyecciones a largo plazo para la deuda pública

Las proyecciones de la deuda pública crecen hasta 2040

La gravedad de los problemas fiscales que afrontan los países industriales queda ilustrada en las proyecciones a largo plazo para la razón deuda pública/PIB en el periodo 2010–40 para una muestra de países (véase el Gráfico V.4). Las proyecciones de los dos primeros años —2010 y 2011— corresponden a los datos mostrados en el Cuadro V.1, y desde 2012 se omiten las variaciones a corto plazo del producto y de las tasas de interés, por lo que deben considerarse como tendencias en torno a las cuales fluctuarían las razones efectivas de deuda. Además, se asume una serie de supuestos simples. En primer lugar, se supone que la tasa de interés efectiva real que se paga por la deuda es igual a su promedio de los 10 años previos a la crisis (1998–2007). En segundo lugar, se supone que el PIB real crece a su tasa potencial, conforme a la estimación de la OCDE para el periodo 2012–25. Por último, no se incluyen las posibles interacciones entre el producto, las tasas de interés y la política fiscal.

Tres escenarios ilustrativos

En el primer escenario (denominado «Base» en el Gráfico V.4), tanto los ingresos como el gasto no relacionado con la edad de la población, en porcentaje del PIB, permanecen constantes durante el periodo 2012–40 en los valores proyectados por la OCDE para 2011. Además, la tasa de aumento del gasto relacionado con la edad se fija para que el incremento acumulado hasta el año 2040 coincida con las estimaciones efectuadas por las fuentes citadas en el Gráfico V.3⁴. En este escenario, se prevé que parte del déficit cíclico persista durante algunos años. A medida que avanza el periodo de proyección, el escenario base es cada vez menos realista. Tarde o temprano sucederá algo que impida la explosión de la deuda: los gobiernos aplicarán voluntariamente medidas correctoras o se verán forzados a aplicarlas cuando las primas por riesgo soberano alcancen niveles insostenibles.

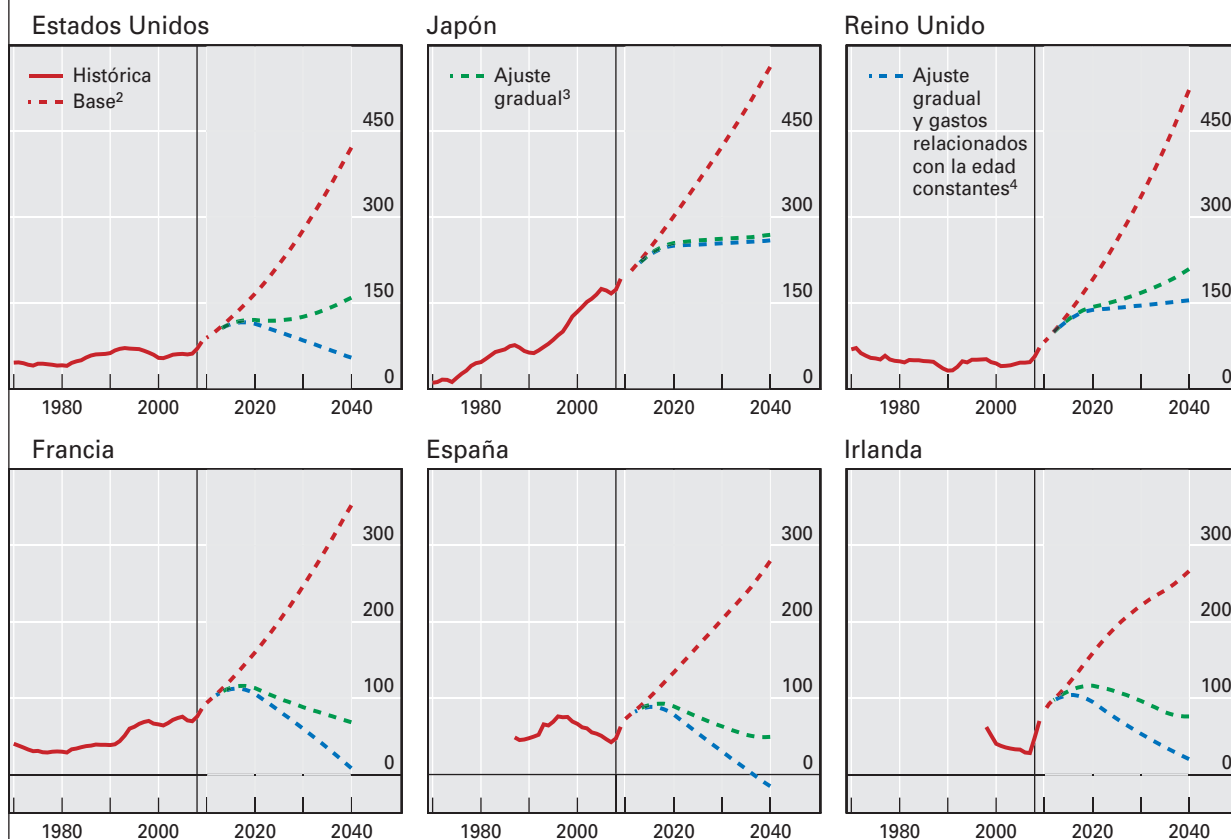
La deuda pública continuará por una senda insostenible...

El segundo y tercer escenario son simulaciones de dos posibles medidas correctoras. El segundo escenario, denominado «Ajuste gradual», presupone que el saldo fiscal primario (ingresos menos gasto público exceptuando el pago de intereses de la deuda pendiente), excluido el gasto relacionado con la edad, mejora en 1 punto porcentual del PIB durante 10 años (lo que totaliza 10 puntos porcentuales, un nivel elevado desde una perspectiva histórica).

⁴ La Comisión Europea realiza proyecciones del gasto relacionado con la edad de la población para el periodo 2008–60; véanse «2009 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008–2060)», versión provisional, *European Economy*, nº 2, 2009; y «European Economic Forecast: Autumn 2009», *European Economy*, nº 10, 2009. Utilizando estas proyecciones, hemos interpolado una serie anual para el gasto relacionado con la edad de la población comprendida entre 2012 y 2040.

Proyecciones para la deuda pública bruta¹

En porcentaje del PIB



¹ Se refiere a la deuda pública total; el área sombreada abarca las proyecciones de la OCDE (2010–11) y el BPI (2012–40). La recta vertical corresponde a 2008, el primer año completo de la crisis. ² Basado en los siguientes supuestos a lo largo de la proyección del BPI: crecimiento constante del PIB real potencial a la tasa estimada por la OCDE para 2012–25, tasa de interés efectiva real constante a su media de los 10 años previos a la crisis, ingresos y gastos no relacionados con la edad de la población constantes en sus niveles de 2011 (ambos en porcentaje del PIB) y gastos relacionados con la edad en porcentaje del PIB basados en las estimaciones de las fuentes citadas en el Gráfico V.3 y conforme al procedimiento descrito en la nota 4 a pie de página de este capítulo. ³ El saldo fiscal primario del escenario base excluidos los gastos relacionados con la edad (en porcentaje del PIB) mejora desde su nivel de 2011 en 1 punto porcentual del PIB por año durante los 10 primeros años de la proyección y permanece a ese nivel durante el periodo restante (y se cumplen los demás supuestos del escenario base). ⁴ Escenario de ajuste gradual con el supuesto adicional de que los gastos relacionados con la edad de la población en porcentaje del PIB permanecen constantes en los niveles de 2011.

Fuentes: OCDE; cálculos del BPI.

Gráfico V.4

Luego, durante el resto del periodo de proyección, permanece constante como proporción del PIB en su nuevo nivel. En el tercer escenario (denominado «Ajuste gradual y gastos relacionados con la edad constantes»), además de la mejora de 10 puntos porcentuales, también se asume que los gastos relacionados con la edad de la población se mantienen constantes en proporción del PIB en los niveles previstos por la OCDE para 2011 durante todo el periodo de proyección.

En el segundo escenario, la mejora gradual del saldo fiscal primario consigue, después de aproximadamente una década, llevar el cociente deuda/PIB a una trayectoria paulatinamente decreciente en España, Francia e Irlanda, pero no en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido. En Estados Unidos, la mejora del saldo fiscal primario estabiliza la razón deuda/PIB sólo hasta 2025, pero después la presión que ejerce el aumento de los gastos

... a menos que se reduzcan los elevados déficits...

relacionados con la edad comienza a elevar de nuevo la razón. En Japón y el Reino Unido este cociente no se estabiliza, pero aminora su aumento. Así pues, el segundo escenario sugiere que, en realidad, el ajuste del saldo primario podría ser mayor de lo previsto o podría adelantarse en algunos de los países con peor dinámica de la deuda.

... y se contenga el gasto relacionado con la edad de la población

Además de mejorar el saldo primario, la congelación del gasto relacionado con la edad de la población en porcentaje del PIB redundaría en un descenso más rápido o en un aumento más lento de la razón deuda/PIB. Resulta poco plausible que pueda evitarse que el gasto relacionado con la edad crezca más rápido que el PIB durante todo el horizonte de proyección. Sin embargo, los resultados sugieren que un esfuerzo temprano para reducir este gasto en el futuro o para financiarlo mediante impuestos adicionales u otras medidas (discutidas más adelante), podría mejorar a medio plazo la sostenibilidad fiscal en numerosos países. Más aún, el hecho de que en algunos países la razón deuda/PIB caiga hasta niveles muy bajos hacia el final del periodo de proyección sugiere que el ajuste fiscal en estos países podría ser menor de lo que se asume en este escenario.

Consecuencias del elevado nivel de deuda

Tanto la experiencia histórica como diversos argumentos económicos de peso desaconsejan la acumulación rápida y cuantiosa de deuda pública. Tal derroche de recursos amenaza la solvencia del sector público, reduce el crecimiento potencial y disminuye el nivel de vida, además de menoscabar la capacidad de la autoridad monetaria para controlar la inflación.

Riesgos de impago de la deuda soberana

Entre los países industriales se han producido impagos...

A excepción de Alemania y Japón tras la Segunda Guerra Mundial, ningún país industrial ha incumplido desde entonces el servicio de su deuda. Sin embargo, una perspectiva histórica más amplia revela que, tras fuertes crecimientos de la deuda pública —consecuencia a menudo de crisis bancarias—, suelen producirse episodios de elevada inflación y aumentos del número de impagos de deuda soberana, incluso entre las economías avanzadas. En general, los países deciden asumir las consecuencias de no pagar o de reestructurar su deuda al percatarse de que las repercusiones financieras y de otro tipo de la inflación son aún peores⁵.

... cuya probabilidad ha aumentado actualmente

Recientemente, el fantasma del impago de deuda soberana ha vuelto a planear sobre los países del sur de Europa. Grecia, con los rendimientos de sus bonos en una espiral alcista, ha tenido que pedir ayuda financiera externa para seguir refinanciando su deuda. La confianza de los inversionistas en la solvencia del gobierno se fue debilitando por diversos factores: perspectivas de crecimiento muy débil para el país, altas tasas de desempleo, erosión constante de su competitividad internacional y falta de transparencia fiscal.

⁵ Véanse C. Reinhart y K. Rogoff, «From financial crash to debt crisis», *NBER Working Papers*, n° 15795, marzo de 2010; y C. Reinhart y K. Rogoff, «The forgotten history of domestic debt», *NBER Working Papers*, n° 13946, abril de 2008.

Esta erosión de la confianza se aceleró cuando quedó claro que otros países europeos no conseguían ponerse de acuerdo sobre el alcance y las condiciones de la ayuda financiera. Las primas por riesgo de la deuda griega se dispararon, exponiendo a empresas financieras de varios países a pérdidas de capital potencialmente elevadas y a su sector privado a un endurecimiento de las condiciones crediticias.

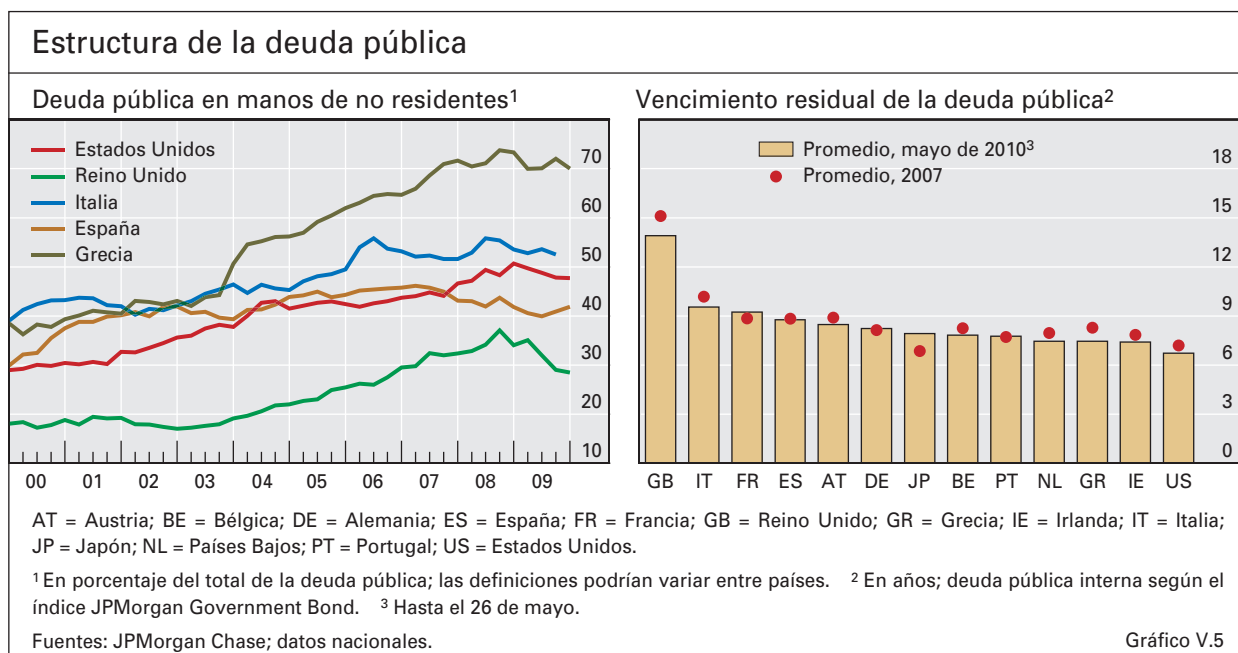
Conforme se ultimaba el paquete de rescate de Grecia, la crisis fue a peor al repuntar las tasas de interés de la deuda soberana de otros países, especialmente de España y Portugal. La posición fiscal de ambos países es mejor que la de Grecia, pero al igual que ésta, se enfrentan a perspectivas de crecimiento muy débiles y a abultados déficits comerciales, y no tienen la posibilidad de reaccionar depreciando su moneda o mediante la expansión monetaria. El anuncio en mayo de nuevas medidas de apoyo por parte de los gobiernos europeos, el FMI y el BCE consiguió calmar los temores de los mercados, al menos temporalmente, concediendo a los gobiernos un respiro para adoptar las medidas necesarias para consolidar las finanzas públicas y mejorar las perspectivas de crecimiento económico.

La reciente crisis europea también demostró que el riesgo de que la deuda siga una dinámica adversa es mayor en países con una baja tasa de ahorro en relación con la inversión, lo cual les obliga a depender en parte de las entradas de capital extranjero para financiar sus déficits presupuestarios. En la actualidad, la deuda pública de numerosos países industriales está en gran medida en manos de no residentes, como es el caso de Estados Unidos, Grecia e Italia (véase el Gráfico V.5, panel izquierdo).

Los países son más vulnerables cuando dependen de los flujos de capital...

Además, la vulnerabilidad de un país frente a un colapso en la demanda de su deuda es claramente mayor cuando tiene que refinanciar cada año una elevada proporción de ésta. Al debilitarse la demanda de bonos a largo plazo, los gobiernos pueden tener que aumentar su deuda a corto plazo, lo que

... y de la financiación a corto plazo



reduciría paulatinamente el vencimiento promedio de la deuda total. En Italia, por ejemplo, el vencimiento medio de la deuda pública se redujo desde aproximadamente siete años en 1973 hasta alrededor de uno en 1982, haciendo al país más vulnerable a un colapso en la demanda de su deuda en esos años. En la actualidad, el vencimiento medio de la deuda pública es relativamente largo en la mayoría de los países industriales, pero podría volver a reducirse si los inversionistas consideraran arriesgada la inversión a largo plazo (Gráfico V.5, panel derecho).

Consecuencias macroeconómicas

El crecimiento puede frenarse...

Aun cuando pueda evitarse una dinámica adversa de la deuda, el incremento de los niveles de deuda tiene tres consecuencias que, con el tiempo, podrían reducir el crecimiento económico potencial y el nivel de vida. Dichas consecuencias son pagos de intereses más elevados, mayor competencia por la inversión de cartera y dificultades para la política fiscal.

En primer lugar, la mayor proporción de recursos fiscales que se necesita para hacer frente a un mayor volumen de deuda pública podría obligar a reducir los gastos productivos (como los de infraestructura, educación y salud) y también a subir los impuestos, creando con ello más distorsiones para la toma de decisiones económicas. En segundo lugar, la mayor deuda pública competirá con otras inversiones de cartera privadas, incluyendo los bonos de gobiernos de otros países. La competencia, junto a las mayores primas por riesgo de impago y de inflación, podría elevar las tasas de interés reales e inducir una caída compensatoria del volumen de capital privado. Aunque los flujos internacionales de capitales podrían limitar estos efectos, los intereses pagados a los residentes extranjeros reducirían los ingresos nacionales. En tercer lugar, un mayor volumen de deuda podría limitar el alcance y la efectividad de la política fiscal, incluido el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, y la mayor volatilidad macroeconómica resultante probablemente desincentivaría la acumulación de capital.

... pero la evidencia es limitada

Aunque aún no hay suficientes datos sobre los efectos para el crecimiento derivados de mantener elevados niveles de deuda pública, dichos efectos podrían ser significativos. En los países con una razón deuda/PIB superior al 90%, la tasa de crecimiento mediana del PIB real es 1 punto porcentual menor (y la media es 4 puntos porcentuales menor) que en los países donde esta razón es más baja. Los datos recientes sugieren asimismo que el aumento esperado de la razón deuda/PIB en las economías avanzadas para el periodo 2007–15 podría reducir el crecimiento del producto potencial futuro de forma permanente en más de medio punto porcentual al año⁶.

Retos para los bancos centrales

El temor a la inflación futura está relacionado con...

El continuo deterioro de los saldos fiscales también podría complicar la tarea de los bancos centrales de mantener la inflación baja y estable, al menos por dos razones. Una es que la rápida acumulación de deuda pública aumenta la

⁶ Véanse C. Reinhart y K. Rogoff, «Growth in a time of debt», *NBER Working Papers*, n° 15639, enero de 2010; y FMI, *Fiscal Monitor: Navigating the fiscal challenges ahead*, mayo de 2010.

tentación de tolerar un brote inesperado de la inflación para reducir el valor real de la deuda. Así ocurre especialmente cuando gran parte de la deuda en moneda local es a largo plazo y una gran proporción está en manos de no residentes. Esa tentación también será mayor si el presupuesto público se basa principalmente en flujos nominales, ya que en ese caso el repunte inesperado de inflación aumenta el valor real de los ingresos tributarios y reduce el del gasto público. Por todo ello, podría aumentar la presión política ejercida sobre el banco central para permitir una mayor inflación. Con todo, cualquier beneficio derivado de una inflación inesperada resultaría transitorio, mientras que su coste sería sin duda más alto y duradero, por ejemplo tasas de interés reales permanentemente más altas en el futuro, una mala asignación de recursos y la pérdida de producto que probablemente se necesitaría para devolver la inflación a su nivel de partida.

... la tentación de reducir el valor real de la deuda con mayor inflación...

Una segunda razón por la que un nivel de deuda elevado y creciente podría conllevar mayor inflación es que el público, ante el fracaso reiterado del gobierno para cerrar la brecha fiscal, podría negarse eventualmente a invertir en deuda pública. Para evitar un impago soberano en toda regla cuando la deuda en circulación no pueda seguir refinanciándose, el banco central se podría ver forzado a comprar bonos de gobierno y, de ese modo, dejaría que se ampliara la oferta monetaria. A diferencia del caso anterior, esto es más probable que ocurra cuando el vencimiento medio de la deuda es a corto plazo. Además, cuando una elevada proporción de la deuda tiene plazos de vencimiento cortos, los esfuerzos por reducir la inflación elevando las tasas de interés podrían ser en balde: el aumento de las tasas se traduciría rápidamente en mayores pagos por intereses y, por tanto, en un mayor volumen de deuda, adelantando así el momento probable de la monetización.

... o la negativa del público a mantener deuda pública

Aun cuando estos escenarios de inflación elevada sigan siendo poco probables en el futuro inmediato, cualquier aumento de la probabilidad que se les asigne podría tener rápidamente efectos adversos. Uno de ellos sería que los agentes del mercado revisaran al alza sus expectativas de inflación y demandaran una mayor compensación por asumir dicho riesgo, con lo que aumentarían las tasas de interés a medio y largo plazo⁷. Otro posible efecto sería que los inversionistas se refugiaran en activos exteriores, causando una marcada depreciación de la moneda y el consiguiente aumento de la inflación. Cualquiera de estos efectos podría reducir el margen de maniobra de los bancos centrales para estabilizar la inflación tanto a corto como a largo plazo.

Los escenarios de elevada inflación suponen riesgos poco probables...

... que podrían elevar las tasas de interés y desestabilizar los tipos de cambio

¿Es realista pensar que el deterioro fiscal vaya a inducir mayores niveles de inflación? Por ahora, no parece que las expectativas de inflación se hayan desanclado (véase el Gráfico V.6). Ahora bien, si los gobiernos no logran avanzar en el restablecimiento de la sostenibilidad fiscal, podría aumentar el riesgo de que las expectativas de inflación cambien de forma abrupta e inesperada.

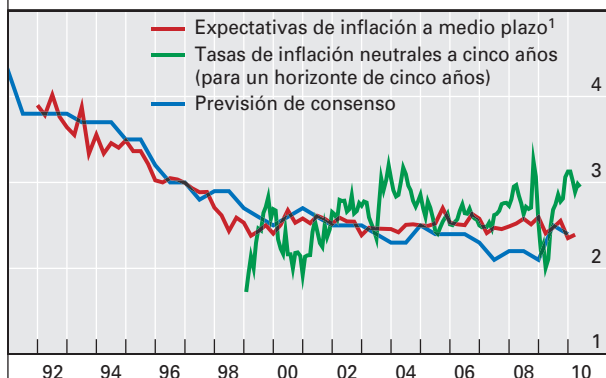
Las expectativas de inflación permanecen ancladas

⁷ Por ejemplo, aun cuando el banco central no ceda a las presiones políticas para acomodar una mayor inflación, es posible que los mercados financieros interpreten que la aparición de un ambiente favorable a la inflación incrementa el riesgo de que el banco central pierda su independencia al verse presionado por unas finanzas públicas insostenibles, lo que podría conllevar un incremento de la inflación esperada.

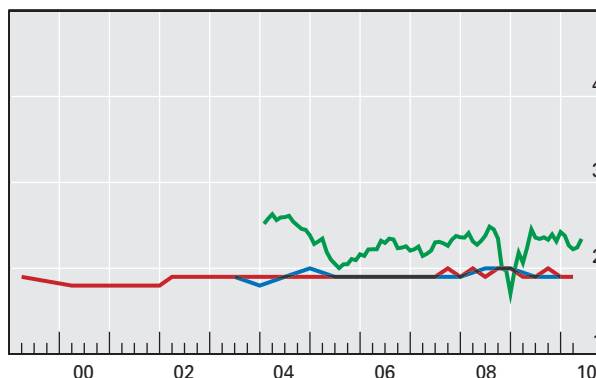
Expectativas de inflación

En porcentaje

Estados Unidos



Zona del euro



¹ Según la Encuesta a Expertos en Previsión Económica (SPF). Para Estados Unidos, horizonte de 10 años; para la zona del euro, horizonte de cinco años.

Fuentes: BCE, SPF; Banco de la Reserva Federal de Filadelfia, SPF; © Consensus Economics; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico V.6

Afrontar los desequilibrios fiscales

En el pasado se han producido importantes consolidaciones fiscales...

Ante la trayectoria insostenible de la deuda pública en numerosos países industriales, resulta inevitable adoptar medidas de restricción fiscal durante un periodo prolongado hasta que el saldo fiscal primario vuelva a registrar un superávit considerable. A este respecto, las experiencias de varios países industriales con sus procesos de ajuste en los últimos 30 años ofrecen motivos para el optimismo (véase el Cuadro V.2). Muchos de estos esfuerzos de consolidación produjeron cambios en el saldo estructural primario (SEP) de casi el 10% del PIB, que se prolongaron durante años. Cada programa de consolidación consiguió estabilizar la razón deuda/PIB o bien la redujo significativamente, en algunos casos incluso años después de finalizar el periodo de consolidación.

Por ejemplo, tras un gran aumento de la deuda pública a principios de la década de los 80, Dinamarca consiguió elevar su SEP desde un déficit del 6,4% del PIB en 1982 hasta un superávit del 7,0% en 1986 (es decir, más de 13 puntos porcentuales en cuatro años). Suecia, en plena recesión tras una crisis bancaria a comienzos de la década de los 90, lanzó un plan de consolidación que elevó su SEP desde un déficit del 7,1% del PIB en 1993 hasta un superávit del 4,7% en el año 2000 (casi 12 puntos porcentuales de diferencia). Irlanda, a pesar de un primer intento fallido y un cambio de gobierno, consiguió pasar de un déficit del 7% del PIB en 1980 a un superávit cercano al 5% en 1989 (casi 12 puntos porcentuales). Canadá, tras un examen integral de su patrón de gasto, ajustó su SEP gradualmente desde un déficit del 5,4% en 1985 hasta un superávit del 5,7% en 1999. Sus superávits se mantuvieron hasta 2008 y su razón deuda/PIB se redujo desde un máximo del 102% en 1996 hasta el 65% en 2007.

Analizando la pertinencia de estos casos de profundo ajuste fiscal para las necesidades actuales, se observa que, por un lado, dichos países superaron

Ejemplos de éxito en grandes ajustes fiscales																
País y periodo de consolidación ¹	Saldo estructural primario ²			Deuda pública total ³			Crecimiento del PIB real	Tasa de inflación	Tasa de interés ⁴	Variación TCER ⁵	Tasa de desempleo					
	Oscilación	Inicio ⁶	Fin	Inicio ⁶	Máximo	Fin						Promedio durante el episodio				
	En porcentaje del PIB											En porcentaje				
Dinamarca (1983–86)	13,4	-6,4	7,0	65	77	72	3,9	5,4	11,8	1,7	6,8					
Suecia (1994–2000)	11,8	-7,1	4,7	78	84	64	3,7	1,0	6,1	-0,9	10,1					
Irlanda (1980–89)	11,8	-7,0	4,8	68	114	100	3,1	9,3	10,5	1,0	14,5					
Canadá (1986–99)	11,1	-5,4	5,7	67	102	91	2,8	2,8	11,1	-1,4	9,2					
Bélgica (1984–98)	10,3	-3,6	6,7	107	141	123	2,3	2,6	8,3	0,3	8,9					
Italia (1986–97)	10,2	-3,4	6,7	89	130	130	2,1	5,0	10,6	-0,1	10,2					
Suecia (1981–87)	8,6	-5,7	2,9	47	71	62	2,2	7,6	9,0	-1,7	3,7					
Reino Unido (1994–2000)	7,7	-4,4	3,3	49	53	45	3,5	1,8	7,0	2,7	7,3					
Japón (1979–90)	7,0	-4,9	2,1	41	77	64	4,6	2,7	6,6	0,5	2,4					
Alemania Occidental (1980–89)	5,2	-3,7	1,5	29	41	40	1,9	2,9	7,8	-1,5	5,2					
Estados Unidos (1993–2000)	4,9	-1,7	3,2	70	72	54	3,9	2,6	6,7	2,4	5,2					
Países Bajos (1991–2000)	4,6	-2,2	2,5	88	96	64	3,2	2,4	6,4	-0,6	4,8					
España (1995–2006)	3,7	-0,6	3,1	64	76	46	3,6	3,1	5,4	0,9	12,6					

¹ La elección del primer y último año del periodo de consolidación se basa en los máximos y mínimos observados en el saldo estructural primario, con ciertos ajustes arbitrarios en aquellos casos en los que los datos no parecen indicar un patrón claro. ² Saldo fiscal primario del gobierno general ajustado por el ciclo. ³ La información sobre Irlanda procede de la base de datos macroeconómicos anuales (AMECO) de la Comisión Europea. ⁴ Tasa de interés efectiva nominal de la deuda pública calculada a partir de los pagos de intereses brutos del gobierno en el periodo *t* divididos por sus pasivos financieros brutos en el periodo *t*-1. ⁵ Tipo de cambio efectivo real basado en el índice de precios de consumo; un aumento indica una apreciación. ⁶ El valor inicial se refiere al periodo anterior a los episodios de ajuste; para Irlanda, no existen datos del saldo estructural primario anteriores a 1980.

Fuentes: base de datos AMECO de la Comisión Europea; OCDE; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.2

situaciones bastante difíciles en términos de empleo (véase el Cuadro V.2). En particular, Canadá, Irlanda e Italia registraron tasas de desempleo crecientes al inicio o durante algún momento del periodo de consolidación. Por otro lado, los países que realizaron estos ajustes disfrutaron, durante este periodo, de un crecimiento del PIB real comparable al de varios países industriales en los años previos a la reciente crisis. En algunos casos, las favorables condiciones de demanda externa podrían incluso haber facilitado el ajuste.

... en condiciones macroeconómicas diferentes

Otro aspecto destacable de esos grandes esfuerzos de consolidación es que tuvieron lugar en contextos muy diversos de tipos de cambio y tasas de interés en términos reales. En concreto, la depreciación de la moneda y la política monetaria acomodaticia podrían haber facilitado el ajuste fiscal en algunos países, pero no en todos. Por desgracia, la investigación empírica que trata de descifrar la influencia de diversos factores por ahora no ha alcanzado un consenso sobre la importancia de las condiciones externas y monetarias para el éxito de las consolidaciones fiscales.

La composición del ajuste fiscal es clave para su éxito...

Sin embargo, estos mismos estudios revelan de forma inequívoca la importancia de la «calidad» del ajuste fiscal⁸. La mayoría de las consolidaciones que lograron su objetivo dieron prioridad al recorte de gastos —concretamente, reducciones del consumo público, incluyendo los salarios—, mientras que las menos eficaces prefirieron los recortes de la inversión pública productiva. En los países que partían con una carga impositiva baja, el aumento de los ingresos tributarios también resultó útil, con una mayor efectividad de los impuestos al consumo y de las medidas para ampliar la base impositiva. Asimismo, la consolidación a menudo vino acompañada de reformas estructurales para mejorar el funcionamiento del mercado laboral y reducir los impuestos sobre el trabajo y el capital.

... al igual que las reformas estructurales

Ningún país puede posponer el ajuste fiscal...

Una conclusión importante que se extrae del estudio de estos episodios anteriores es que es posible realizar los esfuerzos de consolidación que se necesitan actualmente, por mucho que la situación en términos de crecimiento y empleo pueda ser más difícil ahora que antes. Países con niveles de deuda pública altos y crecientes, cuya solvencia ha sido cuestionada, no tienen más remedio que aplicar un ajuste fiscal inmediatamente, ya que cualquier retraso es, en sí mismo, una amenaza para el sistema financiero y la recuperación económica. De hecho, si aplican ahora dicho ajuste, el consiguiente aumento de la confianza y descenso de las primas por riesgo podrían compensar con creces su coste a corto plazo en términos de producto. En el momento de escribirse este informe, los gobiernos de España, Grecia y Portugal habían anunciado medidas de austeridad fiscal que incluyen recortes de los salarios de los funcionarios y subidas de impuestos. Si estas medidas se implementan en su totalidad, deberían lograr una reducción considerable de los déficits fiscales a corto y medio plazo. Aun así, estos países seguirían enfrentándose a importantes retos a la hora de realizar los ajustes necesarios para reestablecer la confianza de los inversionistas en la sostenibilidad de sus cuentas públicas.

... aunque algunos podrían tener cierta flexibilidad para elegir el momento y el ritmo del ajuste

Otros países que siguen gozando de la confianza de los inversionistas cuentan con mayor credibilidad fiscal y por tanto pueden tener cierta flexibilidad a la hora de elegir el momento y el ritmo de su consolidación fiscal. Ahora bien, para preservar esa flexibilidad —evitando cualquier aumento de las primas por riesgo de impago y de inflación—, deberían anunciar planes claros y factibles que reduzcan sus déficits públicos actuales y aborden los desequilibrios fiscales a largo plazo.

Dos opciones para el largo plazo: impulsar la productividad y el crecimiento...

Los países disponen en general de al menos dos opciones para garantizar la viabilidad a largo plazo de sus finanzas públicas. La primera consiste en promover el aumento de la productividad general y del crecimiento del producto potencial, a través de medidas como compromisos para reducir gastos improductivos, cambios en la estructura del sistema tributario y reformas de los

⁸ Véanse, por ejemplo, A. Alesina y R. Perotti, «Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects», *IMF Staff Papers*, vol. 44, n° 2, junio de 1997; S. Guichard, M. Kennedy, E. Wurzel y C. André, «What promotes fiscal consolidation: OECD country experiences», *OECD Economics Department Working Papers*, n° 553, mayo de 2007; J. McDermott y R. Wescott, «An empirical analysis of fiscal adjustments», *IMF Staff Papers*, vol. 43, n° 4, diciembre de 1996; y M. Kumar, D. Leigh y A. Plekhanov, «Fiscal adjustments: determinants and macroeconomic consequences», *IMF Working Papers*, n° WP/07/178, julio de 2007.

mercados laborales y de bienes y servicios. La rápida adopción de estas medidas contribuiría a reforzar la confianza de los mercados y a mantener bajas las tasas de interés, facilitando así la reducción de los actuales déficits fiscales.

La segunda opción consiste en ampliar el tamaño de la población activa con relación al de la población anciana. Para ello, una posibilidad sería favorecer la inmigración hacia países con un rápido crecimiento del segmento de la tercera edad. Otra consistiría en elevar la tasa de participación en el mercado laboral, especialmente la femenina (que se situaba en el 64% en los países de la OCDE en 2008, muy por debajo de la tasa masculina del 84%) y la de los trabajadores de más edad. A este respecto, una solución eficaz y duradera consiste en favorecer la prolongación de la vida laboral combinando un aumento de la edad legal de jubilación con mayores incentivos para postergar ese momento. El aumento de la edad de jubilación esperada podría atenuar en parte la necesidad de reducir las prestaciones sociales, ya que el anuncio de estos recortes podría generar mayores tasas de ahorro en detrimento de la demanda agregada. Del mismo modo, postergar la edad de jubilación podría reducir la necesidad de subir los impuestos hasta niveles elevados, algo que distorsionaría sustancialmente las decisiones en el mercado laboral y perjudicaría principalmente a los jóvenes y a las generaciones futuras⁹.

... y aumentar el tamaño de la población activa

Resumen

El deterioro de las finanzas públicas en los países industriales plantea riesgos macroeconómicos importantes para la economía mundial. La presencia de niveles de deuda pública elevados y crecientes no sólo puede amenazar las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, sino también menoscabar la credibilidad de la política monetaria en su objetivo de mantener una inflación baja. Además, los enormes desequilibrios fiscales a largo plazo de los países industriales se esconden bajo cifras oficiales de deuda pública muy inferiores a las reales, un problema que indudablemente sugiere la necesidad de una mayor transparencia en la divulgación de datos. Igualmente importante es la necesidad de basar las proyecciones presupuestarias en supuestos prudentes. En este sentido, podría ser beneficiosa la creación de agencias independientes para inspeccionar las cuentas públicas y sus proyecciones.

El ajuste que actualmente requieren las economías avanzadas es sin duda considerable, pero no inédito. Un compromiso creíble de los gobiernos para reducir o eliminar sus déficits actuales y futuros se verá recompensado a largo plazo. Cualquier posible coste inicial de la restricción fiscal en términos de menor crecimiento del producto a corto plazo se verá compensado con creces por los beneficios duraderos que aportan menores tasas de interés reales, mayor estabilidad del sistema financiero y mejores perspectivas de crecimiento económico.

⁹ Véanse, por ejemplo, R. Barrell, I. Hurst y S. Kirby, «How to pay for the crisis or: macroeconomic implications of pension reform», *Discussion paper*, nº 333, National Institute of Economic and Social Research, Londres, 2009; y D. Krueger y A. Ludwig, «On the consequences of demographic change for rates of return to capital, and the distribution of wealth and welfare», en *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, enero de 2007, pp. 49–87.

VI. El futuro del sector financiero

En la coyuntura actual, el sector financiero se enfrenta a numerosos desafíos. A corto plazo, estos surgen directamente de la propia crisis, y a más largo plazo, guardan relación con los esfuerzos de los agentes de mercado y los reguladores por erigir un sistema financiero con mayor capacidad de reacción. La forma que adopte el nuevo sistema dependerá de los ajustes tanto en el tamaño de las instituciones como en sus ámbitos de actuación, métodos de financiación, prácticas de gestión del riesgo, fuentes de ingresos y operativa internacional.

La crisis ha puesto de manifiesto deficiencias estructurales en el modelo de negocio del sector. Durante décadas, las instituciones financieras han recurrido a un alto grado de apalancamiento para impulsar su rentabilidad a corto plazo, pero a costa de una marcada volatilidad en sus resultados. La debilidad del capital, la iliquidez de los activos y la dependencia de la financiación a corto plazo crearon vulnerabilidades que, en los últimos años, han generado fuertes pérdidas y tensiones sistémicas.

Un nuevo modelo de negocio, basado en mayores reservas de capital y liquidez, podría fortalecer las instituciones financieras, estabilizando así el flujo de crédito hacia la economía. El éxito de la convergencia hacia dicho modelo dependerá de diversos actores. Por un lado, los reguladores deberán premiar las conductas prudentes de las instituciones financieras y crear incentivos para que los mercados hagan lo propio. Por su parte, las instituciones deberán reducir sus gastos de operación y reestructurar su financiación, incluida la de sus actividades internacionales.

Este capítulo resume el actual modelo de negocio del sector financiero y profundiza en su futura evolución. Comienza comparando el perfil de riesgo-rentabilidad y el tamaño del sector financiero con los de otros sectores de la economía. Tras estudiar la probable evolución del sector financiero a corto plazo, el capítulo se centra en los factores de un nuevo modelo de negocio, en el que los beneficios sostenibles se basan en balances sólidos.

El sector financiero en el contexto de la economía en su conjunto

Al comparar los diferentes sectores de la economía, algunas de las características del modelo de negocio financiero no salen bien paradas. En el largo plazo, este modelo ha generado un perfil de riesgo-rentabilidad mediocre y ha decepcionado a los inversionistas en periodos de tensión en toda la economía. La importancia de una mayor estabilidad en el sector financiero se acentúa por el mayor peso que éste tiene en la actividad económica agregada y por su creciente dimensión internacional.

Rentabilidad relativa

El negocio financiero consiste en gestionar el riesgo y el apalancamiento. De hecho, la actividad de las instituciones financieras se ha cimentado en un grado de apalancamiento unas cinco veces superior al de las empresas de otros sectores (véase el Cuadro VI.1). Este alto apalancamiento les ha permitido ofrecer rentabilidades sobre recursos propios competitivas —que es lo que importa a los accionistas—, pero a costa de una baja rentabilidad sobre activos.

Las instituciones financieras han sido competitivas...

La rentabilidad sobre recursos propios de las instituciones financieras ha sido equiparable a la de empresas de otros sectores, pero en cambio su evolución ha sido menos estable. Dado que el apalancamiento hace que esta rentabilidad sea más sensible a las condiciones económicas, las acciones financieras han sido sistemáticamente más volátiles que las no financieras (véase el Gráfico VI.1, panel izquierdo). Además, en muchos países las entidades financieras han logrado rentabilidades sobre recursos propios inferiores al resto del mercado durante periodos prolongados (panel central). En algunos casos, la diferencia fue del 4% anual o más a lo largo de un decenio. Así pues, a pesar de que las acciones financieras registraron rendimientos mayores durante décadas, en los últimos 40 años su rendimiento ajustado por riesgo ha sido similar o inferior al de las acciones no financieras (panel derecho).

... pero sus resultados extremadamente volátiles...

El alto grado de apalancamiento de las entidades financieras, unido a su dependencia de la financiación a corto plazo y a la opacidad e iliquidez de sus exposiciones al riesgo, ha hecho que el sector sea más sensible a las contracciones económicas. Como resultado, las acciones financieras han

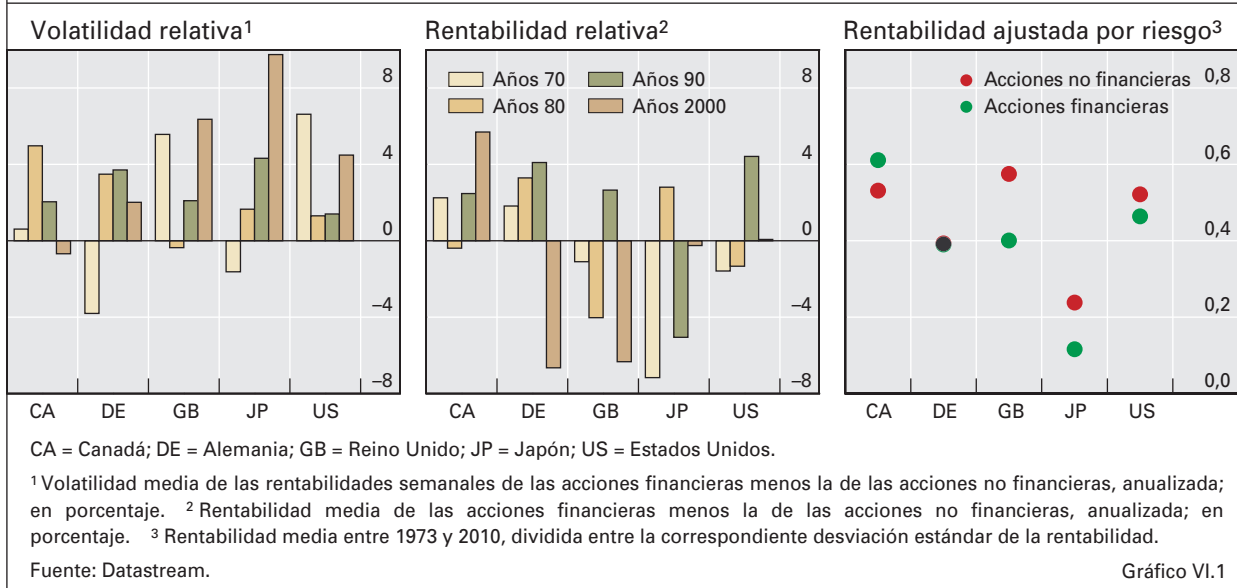
... y mediocres en periodos de tensiones generalizadas

Rentabilidad y apalancamiento												
Medianas de varios años y entidades												
	Rentabilidad sobre activos ¹				Rentabilidad sobre recursos propios ²				Apalancamiento ³			
	95–09	95–00	01–07	08–09	95–09	95–00	01–07	08–09	95–09	95–00	01–07	08–09
Sector bancario	0,6	0,7	0,7	0,2	12,2	13,3	12,8	3,2	18,3	17,8	19,1	17,4
Sector financiero no bancario	0,9	1,0	1,0	0,5	11,2	12,3	11,4	5,4	12,1	12,5	12,1	10,8
Sector no financiero	3,2	3,0	3,4	2,8	11,7	10,9	12,8	9,8	3,0	3,0	3,0	2,9
Energía	5,9	3,9	8,1	5,2	14,2	10,8	18,6	10,1	2,4	2,5	2,3	2,2
Materiales	4,3	4,3	4,7	3,2	10,6	8,8	13,1	8,5	2,5	2,4	2,5	2,7
Industria	2,1	1,4	2,4	2,3	10,4	8,3	11,5	11,0	5,4	6,1	5,4	4,8
Consumo discrecional	2,2	2,1	2,6	1,1	9,1	8,9	10,4	4,2	3,4	4,0	3,1	3,1
Consumo básico	5,4	5,2	5,7	5,1	13,0	12,4	13,8	11,7	2,5	2,4	2,5	3,0
Asistencia sanitaria	8,1	8,0	8,3	6,5	18,2	18,8	18,5	15,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Tecnologías informáticas	5,1	5,1	5,0	5,6	12,8	15,1	12,8	10,3	2,2	2,2	2,1	2,0
Telecomunicaciones	3,2	3,6	2,8	2,9	8,5	10,8	8,4	6,4	2,6	2,7	2,6	2,7
Suministros públicos	2,7	2,5	2,7	2,7	10,8	9,3	11,6	11,9	4,1	3,7	4,4	4,0

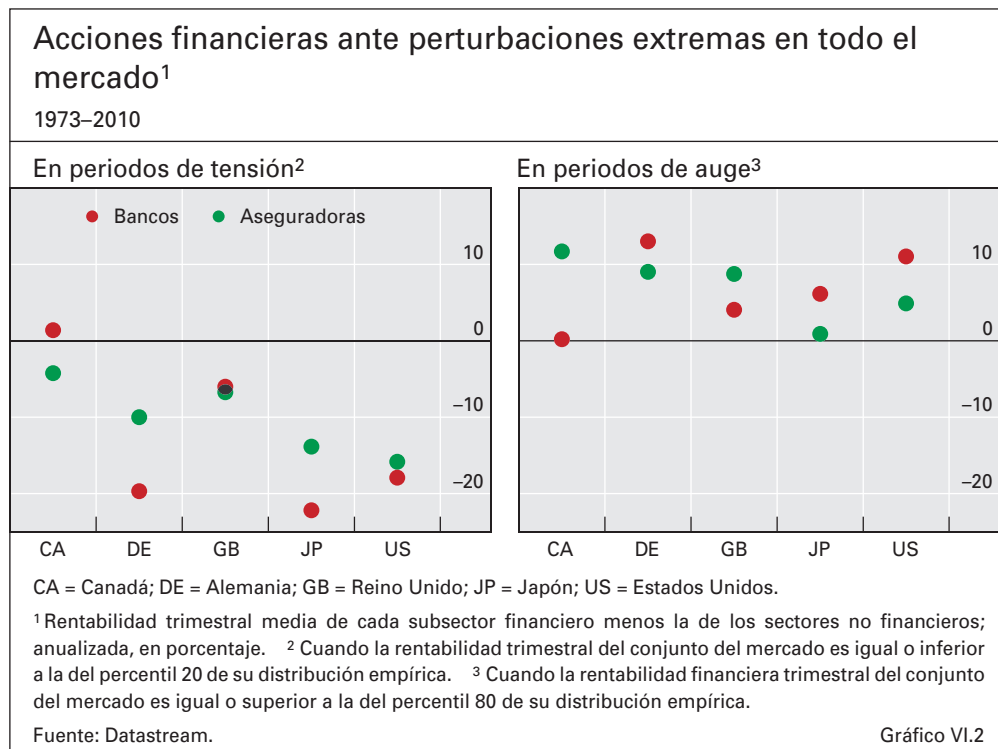
¹ Resultado neto sobre el total de activos, en porcentaje. ² Resultado neto sobre el total de fondos en manos de accionistas, en porcentaje. ³ Total de activos sobre el total de fondos en manos de accionistas.

Fuente: Bloomberg. Cuadro VI.1

Evolución relativa de las acciones financieras



registrado rentabilidades particularmente débiles en periodos de tensiones generalizadas en los mercados. Cuando la rentabilidad del conjunto del mercado ha sido extremadamente baja (concretamente, cuando se ha situado en el 20% inferior de su rango histórico), la rentabilidad anual de las acciones financieras ha solido ser inferior en 10 puntos porcentuales o más a la de las acciones de las instituciones no financieras (Gráfico VI.2, panel izquierdo). En cambio, durante los periodos de auge (panel derecho) su rentabilidad ha superado a la del resto del mercado sólo por un ligero margen. En general estas ganancias no han logrado compensar las pérdidas de los periodos de



tensión generalizada, reflejando el efecto asimétrico de la iliquidez de los balances y del elevado apalancamiento sobre la valoración de las acciones.

Tamaño relativo

La importancia de la estabilidad del sector financiero para la economía ha crecido con el peso de este sector en la actividad agregada. Gracias a los avances en las comunicaciones, la informática y el conocimiento financiero, el tamaño del sector financiero y su participación en el valor añadido han aumentando con el tiempo. En Estados Unidos, Canadá y Australia, esta participación prácticamente se ha duplicado desde 1980, alcanzando el 8% en 2009. En Europa y Japón, el crecimiento del sector ha sido algo más moderado, con participaciones en torno a 6% en la actualidad (Gráfico VI.3, panel izquierdo).

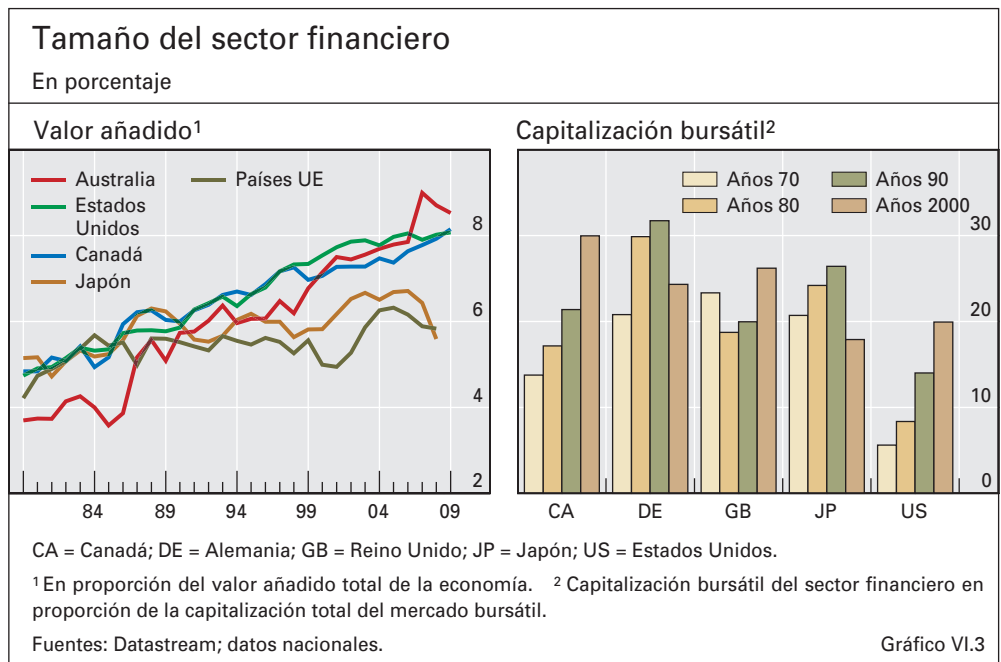
El tamaño del sector financiero...

Las entidades financieras también han tenido una participación elevada, y a menudo creciente, en la inversión mundial¹. Su crecimiento orgánico y las sucesivas oleadas de consolidación han incrementado en general el tamaño relativo de las entidades financieras más grandes, tal y como indica su peso en la capitalización agregada de los principales índices bursátiles de varios países (Gráfico VI.3, panel derecho). Sin embargo, este patrón ha mostrado diferencias entre países, con un incremento de la participación más pronunciado y estable en Norteamérica que en Europa, mientras que en Japón se ha desplomado desde su crisis financiera a comienzos de los años 90.

... ha crecido en términos relativos...

Crecimiento de la banca internacional

La creciente dimensión internacional de las finanzas también aumenta la importancia de la estabilidad del sector financiero. La expansión del negocio

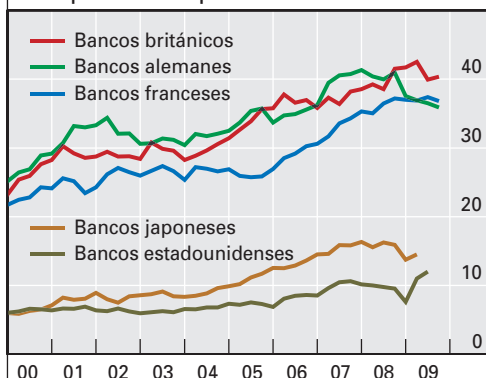


¹ Para ver una ilustración del crecimiento de los balances de los bancos británicos en relación con la actividad económica agregada en el Reino Unido, véase el discurso de P. Alessandri y A. Haldane, «Banking on the state», Banco de Inglaterra, noviembre de 2009.

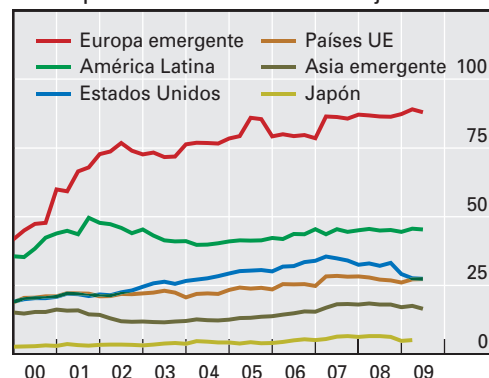
Importancia de la actividad bancaria internacional

En porcentaje

Proporción de préstamos exteriores¹



Participación de la banca extranjera²



¹ Préstamos transfronterizos y locales otorgados a entidades no bancarias ubicadas en un país distinto al de la sede de los bancos prestamistas, en proporción de los préstamos totales de dichos bancos a entidades no bancarias. ² Préstamos transfronterizos y locales otorgados por bancos extranjeros en proporción de los préstamos bancarios totales a entidades no bancarias ubicadas en el país o región.

Fuentes: FMI; estadísticas bancarias internacionales del BPI.

Gráfico VI.4

... al igual que su dimensión internacional

internacional de las entidades financieras ha contribuido a la integración económica mundial, pero también a la transmisión de tensiones de unos países a otros. Los préstamos internacionales —concedidos ya sea por la matriz, por filiales locales en países extranjeros o a través de centros internacionales— han evolucionado al alza en proporción al crédito bancario total (es decir, nacional e internacional) otorgado a entidades no bancarias (Gráfico VI.4, panel izquierdo)². En el caso de los bancos europeos, esta proporción ha crecido notablemente en los últimos cinco años, situándose actualmente por encima de un tercio. Por su parte, los bancos estadounidenses y japoneses, debido en parte al mayor tamaño de sus economías, canalizan al exterior menos del 15% de su préstamo.

La dependencia que los acreedores no bancarios tienen de la banca extranjera ha variado dependiendo de las economías, pero, por lo general, ha sido sustancial (Gráfico VI.4, panel derecho). En un extremo se sitúan los países de Europa emergente, que obtienen más del 80% de su crédito bancario de entidades con sede en el extranjero. En el extremo opuesto está Japón, donde los acreedores sólo dependen en un 5% de la financiación externa. En una situación intermedia se encuentran Estados Unidos y los países de la UE, donde los bancos extranjeros otorgan cerca de un cuarto del crédito bancario total. En cambio, contrario a la creencia habitual de que en las economías emergentes los bancos extranjeros tienen más peso, en Asia emergente su participación no supera el 20%.

² Las distintas modalidades de crédito bancario internacional se pueden relacionar con los diversos grados de riesgo de divisas, riesgo de financiación, riesgo país y riesgo para el grupo bancario. Véanse P. McGuire y N. Tarashev, «La solvencia bancaria y el crédito a los mercados emergentes», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2008; R. McCauley, P. McGuire y G. von Peter, «La arquitectura de la banca mundial: ¿de internacional a multinacional?», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2010; y Comité sobre el Sistema Financiero Global, «Funding patterns and liquidity management of internationally active banks», *CGFS Papers*, nº 39, mayo de 2010.

El sector financiero en el futuro cercano

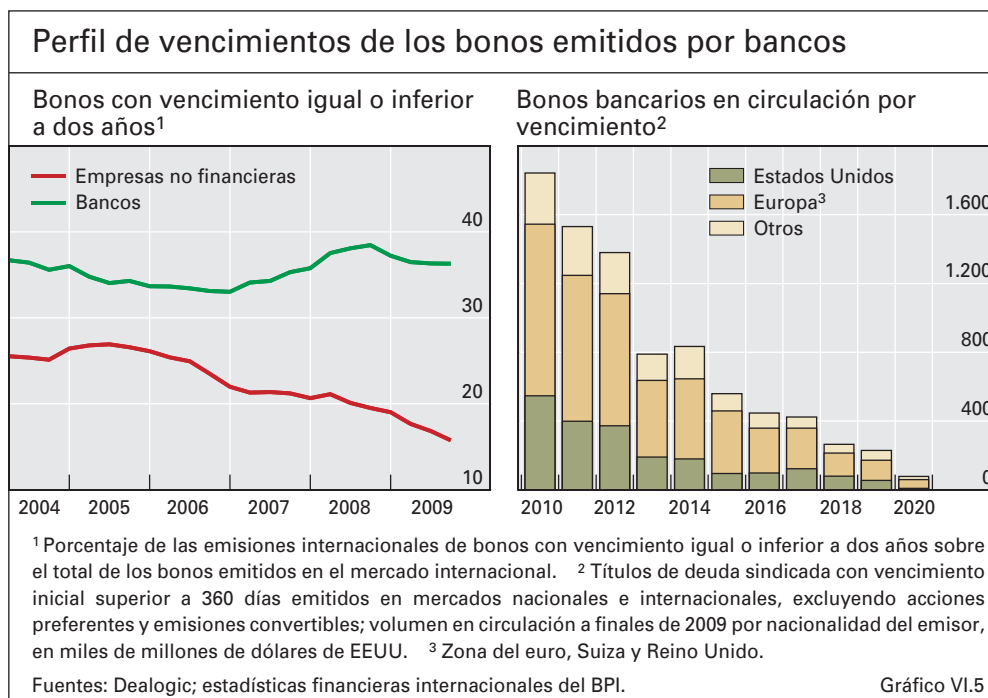
A corto plazo, la evolución del sector estará muy vinculada a las repercusiones de la crisis y a las respuestas de política relacionadas con ella. En la actualidad, las entidades financieras deben hacer frente a la incertidumbre respecto del entorno económico tras la crisis y a los cambios que se prevén en las normas prudenciales. Además, el proceso de recuperación se ha visto frenado por los recientes aumentos de la tasa de financiación efectiva, como resultado de la incertidumbre en los mercados sobre la sostenibilidad del reciente aumento de los beneficios bancarios y las consecuencias de las exposiciones financieras a emisores soberanos con problemas (véase el Capítulo II). Más adelante, las instituciones deberán afrontar tres retos importantes: refinanciar gran parte de sus pasivos, dejar de depender de las medidas de emergencia adoptadas por el sector público, y corregir las deficiencias de sus balances, reduciendo además sus gastos de operación.

A corto plazo, el sector debe afrontar...

El perfil de vencimientos de la financiación bancaria mediante bonos se acortó a lo largo de la crisis. Durante algún tiempo, las restricciones de oferta impidieron a las instituciones financieras (aunque no a los acreedores de otros sectores) emitir deuda con vencimientos más allá del corto plazo (Gráfico VI.5, panel izquierdo). Esto conllevará necesidades de financiación particularmente elevadas en el curso de los dos próximos años, periodo en el que vence un volumen de deuda que totaliza 3 billones de dólares (panel derecho).

... retos de refinanciación...

Cabe destacar que la refinanciación tendrá lugar en un entorno muy distinto al del periodo en que las entidades ampliaron sus balances y podían recurrir fácilmente a la titulización. Recientemente, los diferenciales de rendimiento de los bonos bancarios han sido notablemente superiores a sus niveles antes de la crisis. Para vencimientos a medio plazo, han oscilado entre 50 y 200 puntos básicos, es decir se han multiplicado por diez los niveles



previos a 2007. Los bancos competirán por la financiación en el mercado de bonos en medio de un aumento del endeudamiento público y de una eventual reducción de las tenencias de deuda pública por los bancos centrales. A largo plazo, los bancos que tengan dificultades para encontrar nuevas fuentes de financiación tendrán que reducir su tamaño.

... la retirada de las medidas de apoyo públicas...

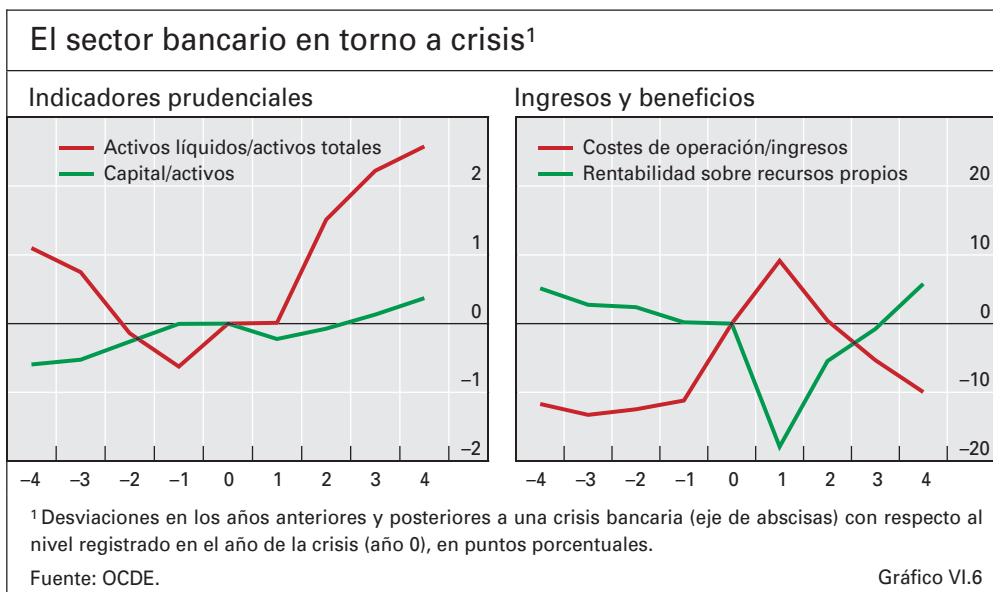
El segundo reto de importancia para el sector financiero proviene de la eventual retirada de las medidas de apoyo del sector público. Las medidas extraordinarias que se adoptaron en respuesta a la crisis ayudaron a aplacar la incertidumbre y a prestar el apoyo necesario a mercados e instituciones. Ahora bien, la situación no se normalizará hasta que estas medidas se retiren por completo. Actualmente, sólo algunas de ellas se han atenuado; por ejemplo, menor demanda de *repos* a largo plazo con el BCE entre los bancos de la zona del euro y menor uso de la *Commercial Paper Funding Facility* de la Reserva Federal en Estados Unidos.

Además, hay muestras de que el resto de las medidas sigue influyendo en los costes de financiación para los bancos. Medido en términos de la mejora incremental en las calificaciones de los bancos, el impacto del apoyo público en realidad podría ser mayor ahora que antes de la crisis. Para Moody's, en 2009 las ayudas públicas se tradujeron, en promedio, en una mejora de tres grados en la clasificación de los 50 bancos más grandes (de A3 a Aa3), frente a la mejora de dos grados que se produjo en 2006 (de A1 a Aa2). Además, en fechas tan recientes como diciembre de 2009, cerca de un cuarto de los bonos emitidos por bancos con diferenciales de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) por encima del promedio incluía algún tipo de garantía pública. Del mismo modo, el grado de participación del capital público —el resultado de las inyecciones de capital en bancos con problemas— continúa siendo sustancial en algunas instituciones importantes y sólo se prevé que descienda gradualmente en la medida que mejore su situación. Asimismo, los bancos centrales aún poseen grandes carteras de activos que adquirieron con el fin de estimular ciertos mercados, como el de hipotecas titulizadas.

... y retos de rentabilidad

El tercer reto al que se enfrenta el sector financiero surge de la necesidad de sanear sus balances y fortalecer su rentabilidad. Tras periodos de tensión, el sector bancario suele actuar con rapidez para recuperar su salud. En concreto, en los cuatro años que siguen a una crisis, se observa una reconstitución de sus reservas de liquidez y un recorte de sus gastos de operación (Gráfico VI.6). Por ejemplo, tras las crisis de la década de los años 90 en los países nórdicos, sus bancos redujeron gastos mediante procesos de consolidación, cierres de oficinas y recortes de personal³. En general, estas medidas pretendían en gran medida captar la atención de los inversionistas mediante la obtención de un nivel competitivo de rentabilidad sobre recursos propios (Gráfico VI.6, panel derecho). Un aspecto destacable es que la experiencia del pasado también parece indicar que la recuperación tras una crisis es más fácil cuando las instituciones financieras transmiten a las autoridades prudenciales información

³ Véase C. Borio, B. Vale y G. von Peter, «Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?», *BIS Working Papers*, nº 311, junio de 2010 donde se presenta un detallado análisis comparativo de los programas de reestructuración de la reciente crisis y las crisis nórdicas.



realista sobre su solvencia y convencen a los mercados de que realmente están logrando resolver el problema del exceso de capacidad del sector⁴.

Convergencia hacia un nuevo modelo de negocio

Tanto los agentes de mercado como las autoridades prudenciales vienen demandando una reforma estructural del modelo de negocio financiero. El aumento de la vigilancia por parte los mercados de financiación, así como el mayor rigor de las agencias de calificación, han hecho que la evaluación del riesgo de las instituciones financieras sea ahora más estricta y diferenciada. De cara al futuro, una prioridad básica para las autoridades consiste en traducir las actuales demandas en reglas prudenciales que refuercen la capacidad de reacción del sector, sentando las bases para unos beneficios sostenibles. Estas normas inducirían a las instituciones financieras a mantener mayores reservas de liquidez y de capital y a utilizar fuentes de financiación fiables.

Una reforma del modelo de negocio financiero...

Actores del proceso de convergencia

Las agencias de calificación de riesgo, los participantes en los mercados y las autoridades prudenciales guiarán la transición del sector financiero hacia un nuevo modelo de negocio. Desde el estallido de la crisis, las agencias de calificación de riesgo han anunciado que sus futuras evaluaciones se realizarán con un mayor escrutinio de las instituciones financieras. De hecho, ya han comenzado a examinar con mayor detalle aquellos componentes del negocio bancario que más dependen del funcionamiento y de la confianza de los mercados, como por ejemplo los créditos comerciales de gran volumen y la financiación mayorista a corto plazo. Además, la estabilidad de la reputación y los acuerdos de garantías han cobrado importancia a la hora de conceder la calificación de riesgo crediticio.

⁴ Véase BPI, *63º Informe Anual*, junio de 1993, Capítulo VII.

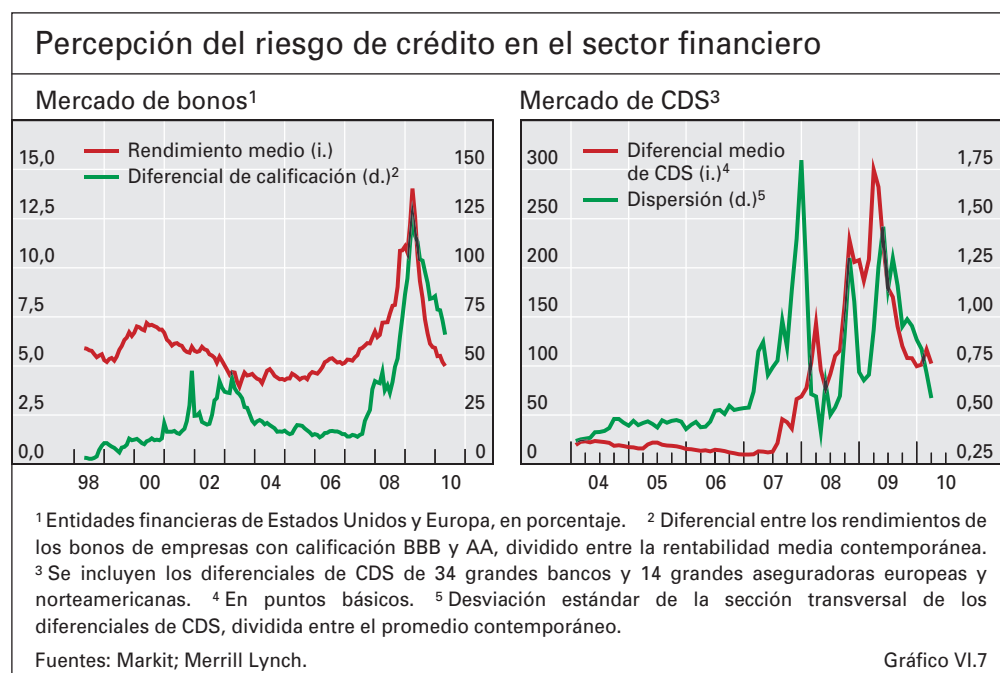
... está siendo demandada por los agentes del mercado...

Los participantes en los mercados también han revisado su evaluación de los riesgos inherentes a las exposiciones frente a instituciones financieras. Cada vez más complementan la información procedente de las agencias de calificación con análisis cuantitativos basados en datos de mercado y de instituciones. De este modo, los costes de financiación de las entidades financieras son ahora más sensibles al riesgo de crédito. Por ejemplo, aun cuando los rendimientos de los índices de deuda bancaria han disminuido en Estados Unidos y en Europa, el diferencial entre el rendimiento de los bonos de las instituciones de mayor riesgo y el de las entidades relativamente más seguras sigue siendo amplio (véase el Gráfico VI.7, panel izquierdo). Aunque este diferencial ha disminuido desde su máximo alcanzado durante la crisis, (normalizado por el rendimiento medio) sigue siendo mayor que el observado entre 1998 y 2008. El mercado de CDS muestra un panorama similar, aunque durante un periodo de tiempo más corto (panel derecho).

Las presiones del mercado ya habían obligado a las instituciones financieras a conformar balances más robustos y flexibles. Aun así, los progresos de las instituciones para mejorar sus reservas de liquidez y encontrar fuentes de financiación fiables no consiguieron evitar la escalada de tensiones en los mercados interbancarios en mayo de 2010 (véase el Capítulo II). En términos más generales, al constatarse que los mercados financieros amplifican el ciclo, es probable que los agentes de mercado relajen su vigilancia cuando se produzca la próxima fase de auge. Así pues, las autoridades prudenciales deben preservar en y perseverar en las actuales mejoras de la disciplina del mercado, fomentando así la capacidad estructural del sector para hacer frente a las circunstancias.

Los esfuerzos regulatorios actuales en este sentido buscan mejorar la gestión del riesgo, la gobernanza y la transparencia de la banca, así como facilitar una reestructuración ordenada de los bancos grandes con presencia

... y las autoridades prudenciales



internacional (véase el Capítulo I). Los cambios propuestos elevarán la calidad y la cuantía de las reservas de capital y de liquidez y limitarán el apalancamiento de las instituciones. En línea con el renovado interés de los participantes en los mercados, estos cambios ampliarán la cobertura de riesgo del marco regulatorio y pondrán mayor hincapié en el capital tangible. Además, la cooperación internacional para mejorar la transparencia y facilitar el análisis comparativo de los balances de las instituciones financieras intenta equiparar las condiciones competitivas, promover la disciplina del mercado y limitar las oportunidades de arbitraje regulator.

Hacia una mejor gestión de la financiación y de la liquidez

Unas fuentes de financiación estables y unas reservas de liquidez adecuadas refuerzan la capacidad de reacción del sector financiero. En periodos de tensión, fomentan la confianza de los mercados en la capacidad de las instituciones para seguir financiando sus operaciones o para reducir el tamaño de sus balances con un coste reducido. Esta confianza, que se refuerza con la mayor transparencia de los balances, es vital para la intermediación financiera. En cuanto desaparece, los principales mercados financieros se paralizan, infligiendo rápidamente daños considerables a instituciones esencialmente viables.

Desde su estallido, la crisis reveló deficiencias en las estrategias de financiación y gestión de activos de los bancos. En cuanto las pérdidas financieras comenzaron a crecer, la escasez de información sobre los balances ilíquidos de las instituciones acentuó la incertidumbre en los mercados. Esto agravó los problemas de aquellos bancos que dependían de mercados de financiación a corto plazo donde la confianza juega un papel crucial, generando con ello un círculo vicioso⁵.

Los problemas de liquidez y financiación de los bancos han sido particularmente graves en la esfera internacional, donde los problemas de información alcanzan su máxima expresión. En respuesta a las perturbaciones en el mercado de *swaps* de divisas, los bancos centrales intervinieron creando en 2008 líneas *swap* de emergencia a una escala sin precedentes. Más recientemente, han reaparecido tensiones similares, provocando una segunda oleada de inyecciones de liquidez públicas en mayo de 2010. Además, las actividades de intermediación se vieron alteradas en los países de acogida, al sufrir los bancos extranjeros tensiones en sus mercados de origen o en terceros países. Cada una de estas situaciones ha llevado a abogar por un modelo de banca internacional más descentralizado, de forma que la financiación, concesión y supervisión de los préstamos se realice en mayor medida en la misma ubicación.

Aumento de los riesgos de financiación y liquidez

⁵ Puede encontrarse evidencia empírica de que las fuentes de financiación estables mejoran los rendimientos de las acciones de las entidades financieras y fomentan su capacidad de reacción en A. Beltratti y R. Stulz, «Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation», *NBER Working Papers*, n° 15180, julio de 2009; y en R. Huang y L. Ratnovski, «Why are Canadian banks more resilient?», *IMF Working Papers*, n° WP/09/152, julio de 2009.

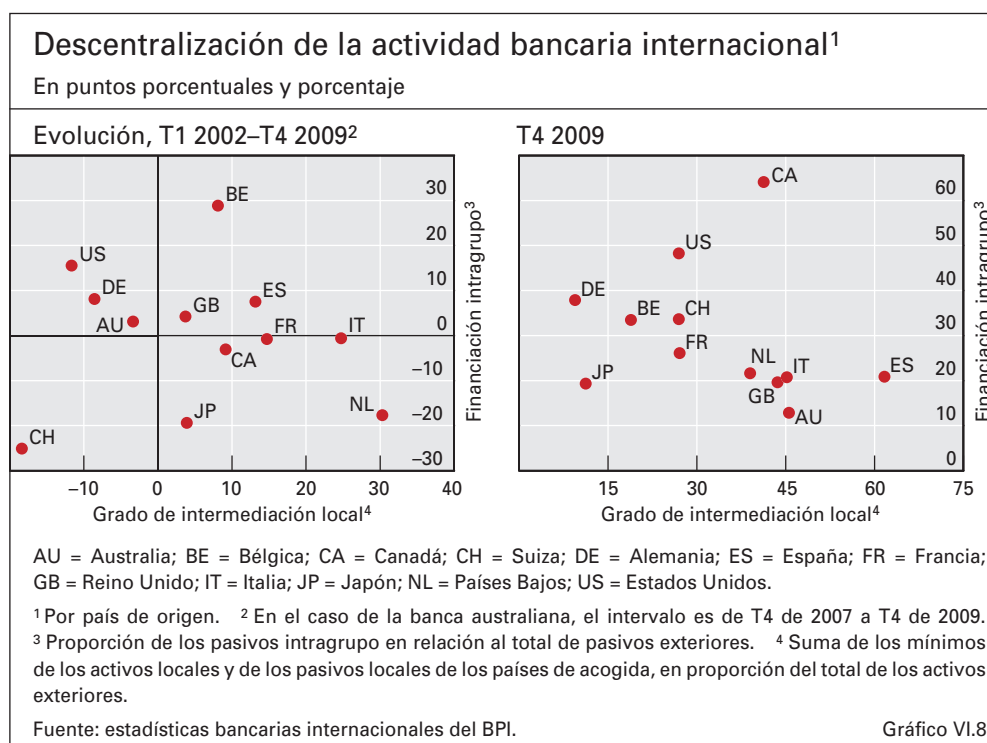
Un giro hacia una banca internacional más descentralizada...

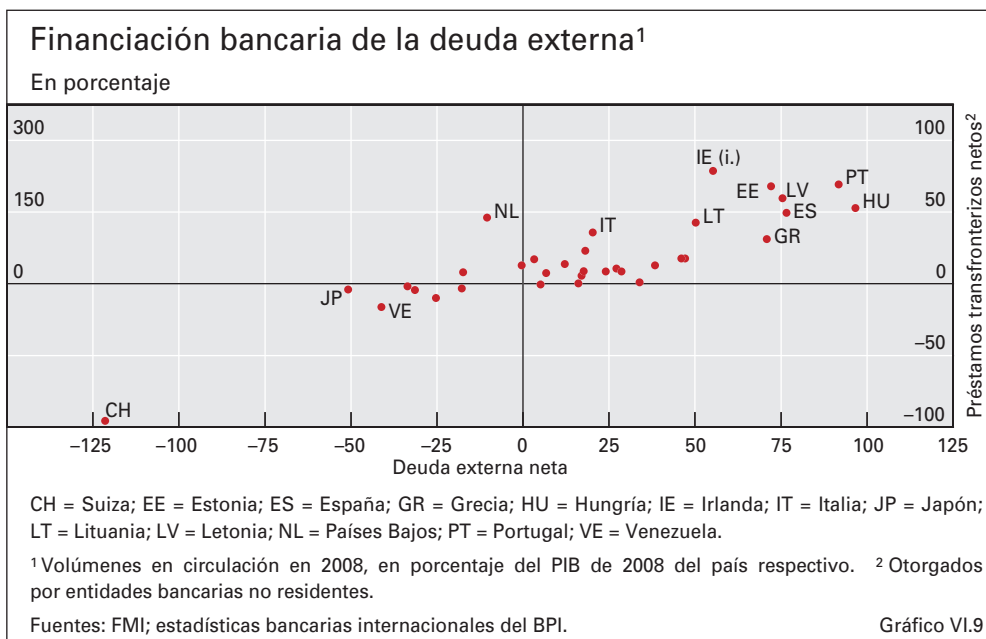
... conlleva ventajas e inconvenientes

El grado en que los bancos han ido adaptando el modelo de sus operaciones internacionales ha variado entre países. Los bancos canadienses, neerlandeses y japoneses han optado por un modelo más descentralizado, que implica una mayor financiación local del crédito exterior y una menor dependencia de las transferencias intragrupo (véase el Gráfico VI.8, panel izquierdo). Por su parte, los bancos estadounidenses, alemanes y australianos han ido en la dirección contraria. Esta evolución dispar ha producido diferencias marcadas en el grado de descentralización de los distintos sistemas bancarios (panel derecho).

Desde el punto de vista del acreedor, cualquier giro hacia un modelo de banca internacional más descentralizado acarreará ventajas e inconvenientes. Por ejemplo, un modelo de este tipo ayudaría a aislar a la economía nacional de las perturbaciones que pudieran sufrir los bancos internacionales en sus operaciones en el exterior, pero también implicaría un menor grado de diversificación frente a perturbaciones locales. Además, en la medida en que los flujos bancarios transfronterizos financien elevados niveles de deuda externa neta (Gráfico VI.9, cuadrante superior derecho), cualquier reducción de esos flujos debería ser compensada por fuentes de financiación alternativas.

Las ventajas e inconvenientes de optar por un modelo de banca internacional más descentralizado nos recuerdan que no es posible eliminar del todo los riesgos mediante una reorganización institucional. Los riesgos inherentes a la gestión de la liquidez y la financiación deberán mitigarse manteniendo reservas de liquidez más elevadas y utilizando en mayor medida fuentes de financiación estables, como los depósitos minoristas.





Aumento del capital: ¿hay que elegir entre capacidad de reacción y rentabilidad?

El éxito de la reforma reguladora depende de cómo se equilibren los objetivos de las autoridades prudenciales con los incentivos de las instituciones financieras. Al contrario de lo que suele afirmarse, la evidencia empírica de los últimos años no ha sido capaz de demostrar que la capitalización de los bancos esté reñida con su rentabilidad sobre recursos propios durante la fase alcista del ciclo, aunque sí vincula menores coeficientes de capital con mayores pérdidas durante una crisis. Además, el análisis estilizado del balance y el estado de resultados de un banco representativo muestra que, al premiar la fortaleza a largo plazo de las instituciones mejor capitalizadas, los mercados de financiación en la práctica podrían contribuir a garantizar beneficios elevados a largo plazo en el sector financiero. Los inversionistas también deben reconocer que los beneficios bancarios obtenidos recientemente se han mantenido artificialmente gracias a las garantías públicas. Es más, el sector tendrá que resolver primero su exceso de capacidad para que sus niveles de rentabilidad puedan ser realmente sostenibles.

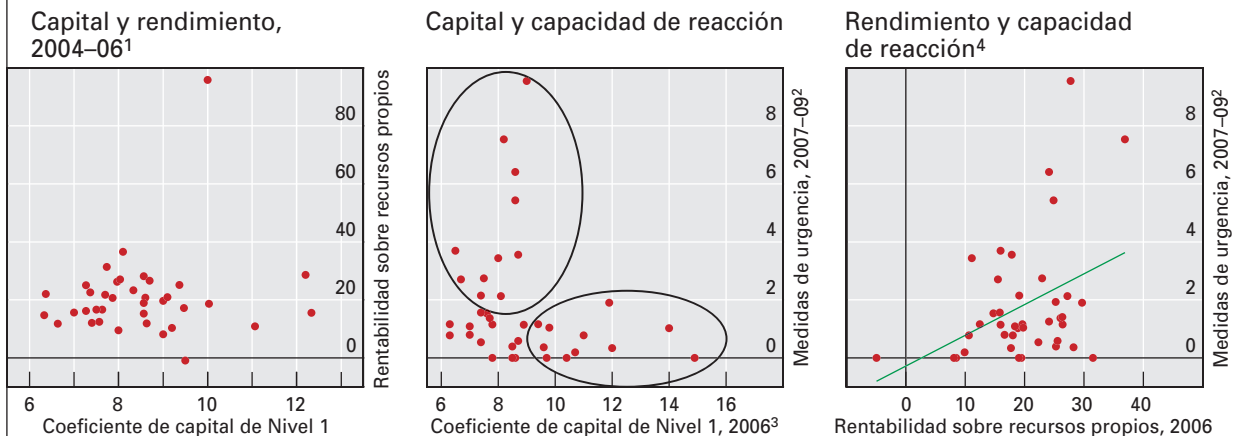
La experiencia de 40 bancos grandes durante el reciente periodo de auge no revela ningún vínculo apreciable entre la rentabilidad sobre recursos propios y los niveles de capital. Los bancos con escasa rentabilidad sobre activos entre 2004 y 2006 fueron los que aumentaron su apalancamiento con el fin de obtener rentabilidades competitivas sobre recursos propios. Pese a mantener coeficientes de capital relativamente bajos, su rentabilidad sobre recursos propios no fue superior a la de otros bancos con una mayor base de capital (Gráfico VI.10, panel izquierdo). En la medida en que los coeficientes de capital más altos confieren mayor capacidad de reacción, no puede afirmarse que exista incompatibilidad entre mayor seguridad y mayor rendimiento.

De hecho, la crisis ha demostrado que los mayores coeficientes de capital en realidad reforzaron la capacidad de reacción de las entidades con mejores

Un elevado nivel de capital no es incompatible con una alta rentabilidad...

Indicadores de 40 grandes bancos antes y durante la crisis

En porcentaje



¹ Promedios. ² Suma del valor de las emisiones de instrumentos de renta fija, de capital e híbridos y de la venta de activos desde mediados de 2007 hasta fin de 2009, como porcentaje de los pasivos totales de 2006. ³ A fin de año. ⁴ La pendiente de la recta, calculada sobre la base de una regresión de mínimos cuadrados ordinarios, resulta estadísticamente significativa para un nivel de confianza del 95%.

Fuentes: Bankscope; Bloomberg; informes de las empresas.

Gráfico VI.10

... y además mejora la capacidad de reacción de las entidades

resultados en este grupo de 40 bancos (Gráfico VI.10, panel central). Los bancos con elevados niveles de capital en 2006 recurrieron poco a las medidas de emergencia desplegadas entre 2007 y 2009. Es más, sólo los bancos con bajos coeficientes de capital en 2006 tuvieron que solicitar en gran medida estas ayudas durante la crisis. Esta característica es bastante distintiva aun cuando omita otros determinantes importantes del impacto de la crisis en los bancos, como la magnitud de sus reservas de liquidez⁶.

La sostenibilidad de unos beneficios elevados se cimienta en...

La crisis también puso de manifiesto la precariedad de los beneficios bancarios. Los bancos que habían cosechado altas rentabilidades sobre recursos propios justo antes de la crisis necesitaron cuantiosa ayuda de emergencia en el transcurso de la misma (Gráfico VI.10, panel derecho), lo cual ilustra la fragilidad estructural de los modelos de negocio de los bancos. Corroborando las tendencias de largo plazo plasmadas en el Cuadro VI.1 y en los Gráficos VI.1 y VI.2, los elevados rendimientos que recibieron los accionistas del sector bancario eran insostenibles, puesto que estaban generados por un alto grado de apalancamiento y de asunción de riesgos que resultó inmanejable en una época de tensión.

... balances robustos y flexibles...

De cara al futuro, mantener reservas de capital adecuadas debiera ayudar a las instituciones financieras a adaptarse a las circunstancias. En la medida en que los mercados reconozcan esta capacidad de reacción, el coste de financiación se reducirá, elevando con ello la rentabilidad sobre recursos propios del sector. Además, dado que un mayor nivel de capital restringe el

⁶ Para evidencia adicional de que mayores coeficientes de capital propician resultados más robustos durante las crisis, véanse A. Beltratti y R. Stulz, «Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation», *NBER Working Papers*, n° 15180, julio de 2009; y K. Buehler, H. Samandari y C. Mazingo, «Capital ratios and financial distress: lessons from the crisis», *McKinsey Working Papers on Risk*, n° 15, diciembre de 2009.

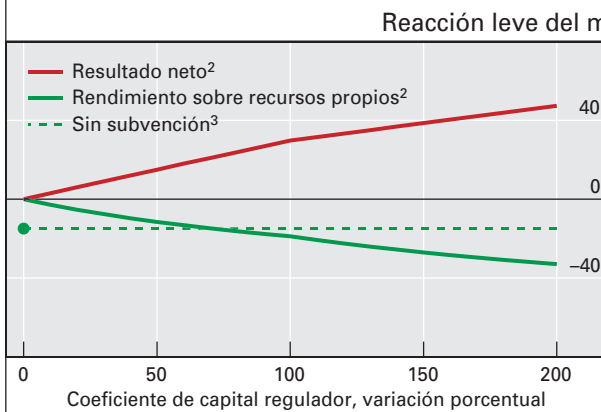
Niveles de capital y rentabilidad de un banco representativo

¿Cómo repercutirá en los beneficios bancarios el incremento de los requerimientos de capital y cómo podrían responder los bancos? Este recuadro trata de ofrecer respuestas cuantitativas y de ponerlas en perspectiva calculando las ventajas que reportan a los bancos las ayudas públicas. Los resultados, presentados en el Gráfico VI.A, se basan en los balances y los estados de resultados de los sistemas bancarios nacionales de la zona del euro al término de 2006, publicados por la OCDE. Al efectuarse un promedio entre sistemas bancarios, se obtiene el balance y la cuenta de resultados de un banco representativo. Este tiene un apalancamiento (es decir, la razón activos/capital) de 20, una rentabilidad sobre recursos propios (o resultado neto dividido entre capital en acciones) del 14% y gastos de operación equivalentes al 40% de los gastos por intereses. Se supone que, inicialmente, el banco aplica una tasa de interés a sus préstamos del 6% (que corresponde al cociente entre los ingresos por intereses y los activos que devengan intereses) y que el 60% de su capital cumple los requisitos para admitirse como capital regulador.

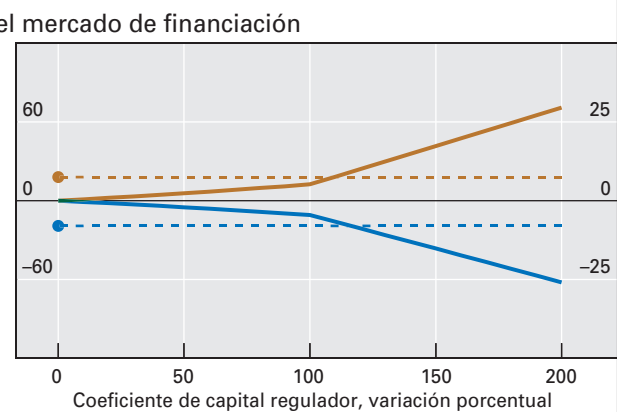
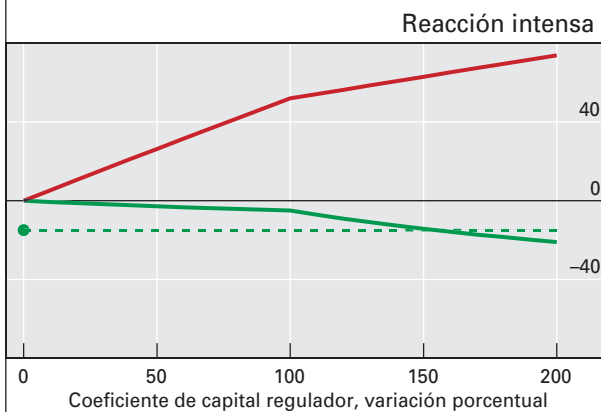
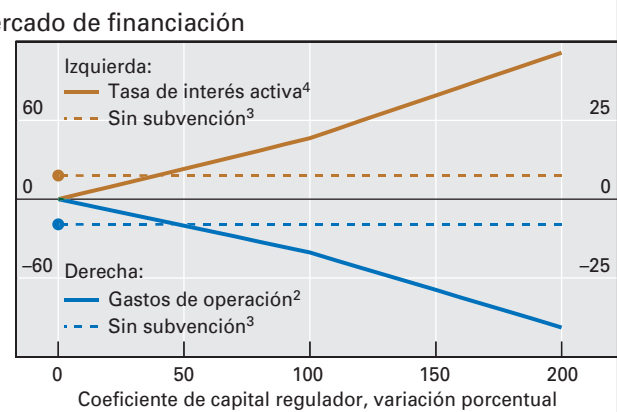
Los dos paneles de la izquierda ilustran el impacto que tienen unos mayores requerimientos de capital sobre el resultado neto y la rentabilidad sobre recursos propios. Se asume que el banco satisface estos mayores requerimientos transformando en capital una fracción uniforme de sus diferentes instrumentos de deuda, sin modificar el lado del activo del balance. El descenso resultante de su apalancamiento mejora la solvencia del banco, aceptándose el supuesto de que este descenso reduce la tasa de interés sólo en sus emisiones de deuda. Manteniendo los ingresos constantes, esta caída del coste de financiación eleva el resultado neto hasta donde muestran las líneas rojas del gráfico. Además de su impacto positivo sobre el resultado neto, los mayores niveles de capital también reducen el apalancamiento, dando lugar a un impacto neto negativo en la rentabilidad sobre recursos propios (líneas verdes).

Efectos de un mayor nivel de capital

Rentabilidad



Ajustes de compensación¹



¹ Las variaciones de la tasa de interés activa y de los gastos de operación mantienen constante la rentabilidad sobre recursos propios. ² Variación porcentual. ³ Efectos sobre la rentabilidad sobre recursos propios (paneles de la izquierda) y sobre la tasa de interés activa y los gastos de operación (paneles de la derecha) si el nivel de capital no varía pero los costes de financiación aumentan en 1 punto porcentual. ⁴ Variación en puntos básicos.

Fuente: OCDE.

Gráfico VI.A

Cuanto mayor sea la reacción de los mercados de financiación ante los cambios en el coeficiente de capital del banco, mayor será el impacto positivo de los mayores requerimientos de capital sobre el resultado neto y menor su efecto negativo en la rentabilidad sobre recursos propios. Los paneles superior e inferior reflejan diferentes supuestos con respecto a esta reacción. Una reacción débil del mercado de financiación se traduce en un descenso del 15% (17%) de la tasa de interés de financiación para un aumento del 100% (200%) del capital regulador. Para una tasa de interés libre de riesgo del 3,5%, este descenso equivale al estrechamiento que experimentaron los diferenciales de los CDS de la zona del euro cuando sus calificaciones mejoraron desde A hasta AA (AAA) en 2005. El descenso de la tasa de interés pasiva en un entorno de reacción intensa del mercado se fija en el 40% (48%), equivalente al estrechamiento de los diferenciales de los CDS en 2006.

Los paneles de la derecha ilustran dos vías alternativas para restablecer la rentabilidad sobre recursos propios inicial del banco, dados sus nuevos requerimientos de capital. Una vía consiste en elevar la tasa de interés de los préstamos que concede (líneas marrones). La otra es una reducción de los gastos de operación, que podría estabilizar la rentabilidad al mismo nivel (líneas azules).

Para poner estos resultados en perspectiva, el gráfico también muestra cómo podría afectar a los beneficios la retirada de las ayudas públicas. Según Moody's, la calificación en 2009 de los 50 bancos más grandes habría empeorado tres grados en promedio (desde Aa3 a A3) en ausencia de estas ayudas. Los datos recientes sobre los diferenciales de los CDS bancarios indican que una rebaja de la calificación crediticia de esta cuantía elevaría en 1 punto porcentual la tasa de interés que los bancos pagan por sus títulos. Las líneas discontinuas de los paneles de la izquierda cuantifican el descenso resultante de la rentabilidad sobre recursos propios de los bancos cuando los niveles de capital se sitúan en su nivel inicial. En los paneles de la derecha, las líneas discontinuas ilustran el correspondiente aumento de la tasa de interés activa y la correspondiente reducción de los gastos de operación que mantendrían la rentabilidad inicial en ausencia de ayudas públicas.

apalancamiento, también limita la capacidad de las instituciones para impulsar dicha rentabilidad en épocas de bonanza a costa de soportar mayores pérdidas en periodos de crisis.

Una menor rentabilidad sobre recursos propios podría incluso ser deseable tanto para el inversionista a largo plazo como para la economía en su conjunto. A la luz de la experiencia reciente (Gráfico VI.10, panel derecho), los accionistas seguramente exigirán rentabilidades sobre recursos propios menores pero más estables, lo que probablemente se traduzca en mayores beneficios en términos ajustados por el riesgo. Para la economía en su conjunto, una evolución más estable del sector financiero implicaría una incidencia más baja de las crisis financieras y menores costes asociados.

Además, una reducción de la rentabilidad sobre recursos propios desde las altas cotas alcanzadas con la ayuda de garantías públicas explícitas e implícitas contribuiría al saludable funcionamiento del sector financiero. Como se señaló antes, recientemente las ayudas públicas han elevado en tres grados la calificación media otorgada por Moody's a los 50 bancos más grandes. Para los niveles de los diferenciales de CDS bancarios en 2009, esta mejora en la clasificación reduce en 1 punto porcentual el coste de financiación, lo que a su vez aumenta la rentabilidad sobre recursos propios. Esto equivale a una subvención, que mantiene los beneficios del sector en niveles artificialmente altos y distorsiona las decisiones económicas. Por lo tanto, manteniendo mayores niveles de capital no sólo mejoraría la capacidad de reacción de las instituciones, sino que al reducir la rentabilidad sobre recursos propios también serviría para contrarrestar el impacto distorsionador de las ayudas públicas.

Un somero cálculo ilustra el grado en que un mayor nivel de capital compensa el impacto de las medidas de apoyo público sobre un banco representativo (véase el recuadro). Para un amplio rango de aumentos del nivel de capital, la rentabilidad sobre recursos propios resultante se mantiene por encima de la cota que se registraría con el nivel de capital inicial pero en ausencia de una subvención derivada de los avales públicos. En el Gráfico VI.A (paneles de la izquierda), éste es el rango donde las líneas verdes continuas se sitúan por encima de las líneas discontinuas. En concreto, cuando el mercado de financiación recompensa en gran medida la solidez y flexibilidad de los balances, un aumento del volumen de capital de hasta el 150% tendría un menor impacto en el rendimiento sobre recursos propios que una eliminación de las garantías públicas (panel inferior izquierdo).

El mayor coste que implica mantener recursos propios comparado con mantener deuda podría ser compensado por el banco mediante el recorte de sus gastos de operación o el aumento de la tasa de interés que cobra por sus préstamos (paneles de la derecha del Gráfico VI.A). Siempre que el mercado de financiación reaccione con fuerza ante la mejora del balance del banco, el recorte de los gastos de operación sería moderado (panel inferior derecho). Por ejemplo, el recorte que sería necesario para mantener la rentabilidad sobre recursos propios en su nivel inicial frente a un aumento del capital de hasta el 120% es menor que el recorte necesario si el nivel de capital permaneciera fijo pero se eliminasen las subvenciones públicas (líneas azules continuas frente a discontinuas). Se obtiene una conclusión similar si el banco realiza el ajuste mediante subidas de su tasa de interés activa (líneas marrones).

Resumen

La crisis puso de manifiesto deficiencias del modelo de negocio del sector financiero que han estado vigentes durante décadas. Dado que las instituciones financieras han generado rentabilidades sobre recursos propios competitivas gracias a su alto grado de apalancamiento y a la opacidad e iliquidez de sus balances, sus resultados han sido volátiles en todo momento y mediocres en periodos de tensión generalizada. La importancia de mejorar su capacidad de reacción ha crecido a medida que lo ha hecho su peso en la actividad económica agregada y la importancia de la banca internacional en la intermediación financiera. Elevando las reservas prudenciales y reduciendo el apalancamiento se contribuirá a garantizar la capacidad estructural del sector financiero para hacer frente a las circunstancias. Los avances continuos de los bancos en pro de la reestructuración de su estructura de costes, la estabilización de sus balances y la corrección del exceso de capacidad cimentarán la tendencia hacia una rentabilidad sostenible.

VII. Política macroprudencial y prociclicidad

Hay que aprovechar la oportunidad para establecer marcos macroprudenciales...

El establecimiento de marcos macroprudenciales resulta esencial para dotar de unos cimientos más sólidos al sistema financiero. La crisis financiera ha acelerado los esfuerzos para desarrollar estos marcos¹ y las autoridades están adquiriendo experiencia en la utilización de instrumentos prudenciales para alcanzar objetivos sistémicos. Así pues, no debe desperdiciarse la oportunidad actual de implantar marcos macroprudenciales creíbles.

El objetivo general de la política macroprudencial es limitar el riesgo sistémico: el riesgo de que las turbulencias en el sistema financiero puedan desestabilizar la macroeconomía². Para implantar la política macroprudencial, los instrumentos habitualmente empleados en la regulación y supervisión prudencial de las instituciones financieras individuales se adaptan con el fin de limitar los riesgos en el sistema financiero en su conjunto (véase el recuadro).

... para abordar el riesgo de quiebras en cadena por vínculos y exposiciones comunes...

La política macroprudencial limita el riesgo sistémico encarando las dos principales externalidades del sistema financiero. La primera es la quiebra en cadena de entidades provocada por sus vínculos y exposiciones comunes. El Capítulo I ya analizaba una serie de iniciativas en curso para atajar la vulnerabilidad creada por ambas.

... y la vulnerabilidad del sistema financiero ante la prociclicidad

La segunda externalidad es la prociclicidad, que consiste en la amplificación de las interacciones en el seno del propio sistema financiero y entre éste y la macroeconomía. Como ha podido comprobarse recientemente, la prociclicidad puede fomentar la formación de burbujas insostenibles que, al estallar, pueden amplificar las turbulencias y provocar una profunda recesión económica.

La reducción de la prociclicidad está relacionada con la política macroeconómica anticíclica

La lucha contra la prociclicidad está estrechamente ligada a la política macroeconómica anticíclica tradicional, por lo que el desarrollo de un marco eficaz para abordar este fenómeno plantea cuestiones propias del diseño de las políticas fiscal y monetaria. Por ejemplo, ¿cómo debe definirse el objetivo? ¿Cuál es el equilibrio adecuado entre los instrumentos que fluctúan de manera anticíclica y las medidas estáticas que actúan como estabilizadores automáticos? ¿Cómo debe combinarse la discrecionalidad con la aplicación de normas? ¿Quién debe decidir sobre la configuración de los instrumentos? Y, por último, ¿cuál ha de ser la relación con las políticas macroeconómicas, en especial con la política monetaria? Todas estas cuestiones se examinarán en este capítulo

¹ Véanse, por ejemplo, Grupo de los 20, *Enhancing sound regulation and strengthening transparency*, marzo de 2009; y M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud y H. S. Shin, «The fundamental principles of financial regulation», *Geneva Reports on the World Economy*, nº 11, julio de 2009.

² Para un análisis más detallado, véase J. Caruana, *Systemic risk: how to deal with it?*, BPI, 12 de febrero de 2010, www.bis.org/publ/othp08.htm.

¿Qué es un instrumento macroprudencial?

El término «macroprudencial» ha adquirido tanta popularidad desde la crisis que su uso se ha generalizado para calificar un buen número de medidas políticas cuyos objetivos primarios no se ciñen al dominio específico de la estabilidad financiera⁹. Con esta extensión indiscriminada se corre el riesgo de complicar y obstaculizar el desarrollo de las políticas y, con ello, de socavar el respaldo público a la política macroprudencial.

Numerosas políticas —monetaria, fiscal y cambiaria incluidas— pueden fomentar la estabilidad financiera de una forma u otra, y a menudo lo hacen. Sin embargo, tan sólo los instrumentos que se emplean con el objetivo primario explícito de promover la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, y que inciden de forma más directa y fiable sobre la estabilidad financiera, deben considerarse estrictamente macroprudenciales.

Dichas herramientas poseen una índole prudencial. En esencia, la política macroprudencial amplía la perspectiva de la política prudencial tradicional, cuyas herramientas fomentan las mejores prácticas y limitan la asunción de riesgo en el ámbito de las instituciones e instrumentos financieros concretos. La definición de instrumento macroprudencial presenta sin duda cierta ambigüedad, y la idoneidad de las herramientas puede cambiar al hacerlo la estructura de la economía y del sistema financiero. Por ejemplo, en las economías de mercado emergentes se hace un uso cada vez más frecuente de los requerimientos de reservas con fines de estabilidad financiera, algo que podría considerarse macroprudencial en la medida en que dichos requerimientos limitan el riesgo de liquidez.

Entender los principales instrumentos macroprudenciales como herramientas que se superponen a la configuración actual de los instrumentos prudenciales, o como ajustes de ésta, tiene la ventaja de que permite distinguir con claridad entre medidas macroprudenciales y configuración microprudencial de los instrumentos. Esta implementación en forma de superposición pone de relieve la independencia de la función macroprudencial y la diferencia entre las perspectivas macroprudencial y microprudencial. Asimismo, clarifica el objetivo principal de la política macroprudencial, consistente en procurar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, más que la de instituciones individuales. Además, esta definición más estricta de instrumento macroprudencial ayuda a preservar la sencillez de los mecanismos de gobierno, facilitando con ello la asunción de responsabilidades y la formulación de políticas comprensibles.

⁹ Para un análisis más amplio del uso del término, véase P. Clement, «Origen y evolución del término “macroprudencial”», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2010, pp. 59–67.

al describir los elementos esenciales de un marco macroprudencial que aborde la prociclicidad. Pero antes, haremos hincapié en tres consideraciones generales.

En primer lugar, el objetivo macroprudencial no debería prometer más de lo que las autoridades pueden cumplir. En concreto, el objetivo no debería definirse en términos de gestión del ciclo económico, ni debería intentar eliminar los ciclos de crédito o controlar el precio de los activos. En su lugar, el objetivo más realista es mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero frente a eventuales tensiones financieras. Este objetivo puede alcanzarse mediante la acumulación y liberación, de forma anticíclica y oportuna, de reservas de capital y de otro tipo en el sistema financiero. Además, dicho enfoque ayudaría a contener un auge excesivo del crédito y una evolución insostenible del precio de los activos.

El objetivo macroprudencial debe ser realista

En segundo lugar, los instrumentos empleados para mejorar la capacidad de respuesta deben calibrarse, en la medida de lo posible, utilizando reglas y directrices sencillas, como por ejemplo límites máximos de asunción de riesgo y vínculos a indicadores claros de riesgo sistémico. De este modo, las

El calibrado de instrumentos debería privilegiar el uso de reglas sencillas

autoridades podrán afrontar más fácilmente la fuerte oposición que la sociedad suele ofrecer a la aprobación de medidas anticíclicas durante una fase expansiva. En todo caso, hay que evitar vincular la configuración instrumental con indicadores de riesgo que no se comprendan bien o cuya fiabilidad no se haya comprobado fehacientemente.

Los bancos centrales deben participar activamente...

En tercer lugar, los bancos centrales tendrán que involucrarse activamente en el desarrollo y la aplicación de la política macroprudencial. Este imperativo se justifica tanto por la amplia experiencia de la banca central en la intervención y el análisis sistémicos, como por la estrecha relación bidireccional que se da entre el tratamiento de la prociclicidad y la gestión de la política monetaria.

... y la política monetaria debe oponerse más a la acumulación de riesgos en el sistema financiero

Ahora bien, vayan por delante importantes advertencias. En primer lugar, no disponemos de ninguna varita mágica que pueda acabar con la inestabilidad del sistema financiero. Segundo, los marcos que se establezcan tendrán que reflejar las circunstancias específicas de cada país. Tercero, la mejora de la capacidad de reacción del sistema financiero no evitará que se produzcan recesiones económicas. Y, por último, la política monetaria deberá desempeñar un papel esencial en la promoción de la estabilidad financiera. En particular, deberá oponerse en mayor medida a la acumulación de riesgos en el sistema financiero, algo que puede hacer sin perder de vista su objetivo principal, la estabilidad de precios, si amplía el horizonte temporal efectivo de sus objetivos.

Elementos esenciales de un marco macroprudencial

Los elementos esenciales de un marco macroprudencial son: un objetivo realista y bien definido; una estrategia operativa; las decisiones sobre especificidad sectorial; los mecanismos de gobernanza; la sensibilidad a circunstancias específicas de las economías, y la coordinación internacional.

Un objetivo realista y bien definido

Mejorar la capacidad de reacción del sistema es un objetivo macroprudencial plausible

La política macroprudencial debe perseguir un objetivo claro y al mismo tiempo factible de reducción del riesgo sistémico. Habida cuenta de los conocimientos de que disponemos actualmente, la mejor manera de alcanzar el objetivo de estabilidad consiste en mejorar la capacidad de reacción del sistema mediante la gestión anticíclica de sus amortiguadores contra perturbaciones³. Dicho objetivo podría incluir reducir la acumulación de excesos en el crecimiento del crédito y en el precio de los activos, pero hay que reconocer que esto es mucho más difícil de lograr: pondría a prueba nuestros conocimientos actuales y probablemente requeriría medidas que no están lo suficientemente contrastadas. El objetivo no debería llegar al extremo de pretender de forma explícita eliminar los auges del crédito y los aumentos insostenibles del precio de los activos.

³ Véase BPI, *Addressing financial system procyclicality: a possible framework*, nota para el Working Group on Market and Institutional Resilience del Foro sobre la Estabilidad Financiera, septiembre de 2008.

Medidas para reducir la prociclicidad de los procesos de decisión	
Objetivo	Medidas exigidas
Mejorar la cuantificación del riesgo por los bancos	Empleo de parámetros <i>through the cycle</i> o conservadores en los modelos de riesgo
Concienciar sobre el riesgo sistémico	Publicación periódica de evaluaciones oficiales de vulnerabilidades
Reducir la prociclicidad en los informes financieros	Valoraciones <i>through the cycle</i>
Reforzar la disciplina de mercado	Comunicación de posiciones de riesgo, incluido el grado de incertidumbre implícito en su medición
Reducir las bonificaciones que incentivan la asunción excesiva de riesgo	Horizontes temporales más largos para evaluar el desempeño de los empleados ajustado al riesgo; posponer la atribución de bonificaciones

Cuadro VII.1

En cambio, el uso de instrumentos prudenciales para gestionar reservas de forma anticíclica no es nuevo. El método más eficaz para reforzar la solidez del sistema es garantizar la disponibilidad de reservas suficientes que puedan liberarse durante las fases de desaceleración económica. Esto reduciría el riesgo generado por las ventas forzadas de activos y por las contracciones del crédito en las fases bajistas del ciclo, y quizás moderaría la amplitud de las fluctuaciones financieras al limitar la asunción de riesgo en las fases expansivas.

Se están aplicando ya numerosas herramientas que siguen esta lógica y otras están en desarrollo. Algunas medidas tratan de disminuir el cortoplacismo y otras características procíclicas inherentes a la toma de decisiones en las instituciones financieras. Su imposición no tiene por qué depender de la coyuntura financiera o económica (véase el Cuadro VII.1).

Se dispone de una amplia gama de herramientas

Otras herramientas condicionan directamente la estructura del balance de situación (como las normas que rigen el capital, la liquidez o la dotación de provisiones), los términos de los contratos de préstamo (por ejemplo, el importe máximo del préstamo en proporción al valor del activo) u otros tipos de exposición al riesgo (por ejemplo, límites a los descaldes de monedas). Estas medidas pueden imponerse de forma permanente o variar según evolucione la evaluación del riesgo sistémico (Cuadros VII.2 y VII.3).

La forma más eficiente de crear reservas anticíclicas es acumularlas durante las fases expansivas del ciclo. Aun cuando este planteamiento se halla todavía en sus etapas iniciales y no suele aplicarse en el contexto de un objetivo macroprudencial explícito, se ha hecho más habitual desde la crisis y en estos momentos se analizan nuevas propuestas en esta línea⁴. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, por ejemplo, está utilizando este

⁴ Véase, por ejemplo, Foro sobre la Estabilidad Financiera, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, abril de 2009.

Instrumentos prudenciales para restringir de manera directa elementos de la actividad de las entidades financieras

	Instrumento	Utilidad
Contratos de crédito	Límites a la relación préstamo/valor (LTV) en el crédito inmobiliario	Limitar la exposición del prestamista a desaceleraciones del mercado inmobiliario; limitar la inversión inmobiliaria excesivamente apalancada
	Límites a la razón servicio de la deuda/ingresos en préstamos a los hogares	Reducir la probabilidad de impago del prestatario; limitar la inversión excesivamente apalancada en bienes inmuebles
Acuerdos de financiación	Variación anticíclica de los márgenes o descuentos mínimos en los acuerdos de financiación (ligados a requerimientos de capital)	Desincentivar la infravaloración de los riesgos sistémicos que nace de la financiación garantizada con descuentos bajos; reducir el riesgo de contracciones bruscas de la oferta de financiación garantizada ante una revisión repentina del riesgo percibido en la calidad de la garantía
Balances de situación de las entidades financieras	Suplemento de capital anticíclico	Acumular reservas de capital anticíclicas en épocas de auge para limitar la asunción de riesgo y liberarlas en épocas de crisis para que el sistema financiero absorba mejor eventuales tensiones
	Ajustes de las ponderaciones por riesgo	Garantizar que las reservas de capital responden a la acumulación del riesgo en sectores concretos
	Provisiones estadísticas	Mitigar el riesgo de no dotar provisiones suficientes durante las épocas de auge, anticipando previsibles dificultades en épocas de crisis
	Límites a la relación préstamos/depósitos, al coeficiente de capitalización básica y otros requisitos de liquidez	Disuadir el uso habitual de mercados de financiación a corto plazo o inestables para subvenir al rápido crecimiento del crédito

Cuadro VII.2

enfoque en sus recomendaciones de reforma de la regulación y la supervisión bancarias⁵.

Las herramientas utilizadas hasta ahora parecen eficaces para mejorar la resistencia...

La evidencia empírica reciente indica que usar instrumentos prudenciales tradicionales con fines macroprudenciales contribuye a mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero⁶. En concreto, la aplicación bastante generalizada de ese tipo de medidas en varias economías asiáticas durante la pasada década con el fin de reforzar la solidez de los bancos de la región podría explicar en parte por qué estas instituciones resultaron menos afectadas por la euforia de los mercados inmobiliarios.

... pero su efecto sobre los auges financieros no está demostrado

Sin embargo, la experiencia hasta la fecha no indica que la acumulación anticíclica de reservas tenga efectos claros ni duraderos sobre el crédito o el precio de los activos. Así, pese a la aplicación bastante activa de medidas para

⁵ Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Strengthening the resilience of the banking sector*, diciembre de 2009.

⁶ Véase Comité sobre el Sistema Financiero Global, «Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences», *CGFS Papers*, nº 38, mayo de 2010.

Instrumentos prudenciales anticíclicos en marcha y propuestos	
En marcha	
Límites a la relación LTV en el crédito inmobiliario	Corea, Hong Kong RAE, Malasia, Singapur
Límites a la razón servicio de la deuda/ingresos en préstamos a hogares	Corea, Hong Kong RAE
Ajustes de las ponderaciones por riesgo	India, Turquía
Dotación de provisiones estadísticas	España
Límites a la razón préstamos/depósitos, al coeficiente de capitalización básica, reservas y otros requisitos de liquidez	Argentina, China, Corea, Hong Kong RAE, Nueva Zelanda
Propuestos	
Variación anticíclica de los márgenes o descuentos mínimos en acuerdos de financiación (ligados a requerimientos mínimos de capital)	Comité sobre el Sistema Financiero Global
Suplemento de capital anticíclico	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (en estudio)
Cuadro VII.3	

regular el préstamo al sector inmobiliario en Asia, las economías de la región siguen experimentando con frecuencia ciclos de precios inmobiliarios de considerable amplitud.

Aun así, la moderación de las dos fases del ciclo crediticio y de precios de los activos reporta ventajas a largo plazo que, sin duda alguna, merece la pena perseguir. Si se conocieran mejor las relaciones entre la configuración de los instrumentos macroprudenciales y las fluctuaciones financieras y económicas, podría desarrollarse un enfoque dirigido a contener activamente los excesos de los mercados de activos y de crédito en las fases expansivas. Este enfoque podría exigir aplicaciones más restrictivas o más amplias de los instrumentos, así como un mayor recurso al criterio y la discrecionalidad de quienes lo apliquen. Dado que, en ese caso, el peso de la política macroprudencial en la política macroeconómica sería más prominente, los mecanismos de gobernanza macroprudencial tendrían que ser más sólidos a fin de gestionar su interacción con la política monetaria.

Moderar significativamente los ciclos del crédito y de precios de los activos permitiría potenciar las ventajas que aporta la política macroprudencial a la estabilización macroeconómica, amplificando con ello al máximo su función de respaldo de la política monetaria. Sin embargo, hasta el momento la experiencia parece indicar que un objetivo macroprudencial ambicioso en esos términos puede deparar consecuencias imprevistas, por lo que debe evitarse en el momento actual.

La mejor forma de limitar los excesos en el crédito y en el precio de los activos sería combinar las políticas macroprudencial y monetaria a

fin de contener la acumulación de desequilibrios, ya que, por separado, no lo conseguirían.

Estrategia operativa

Las medidas macroprudenciales aplicadas pueden diferir en la magnitud y la frecuencia del ajuste de los instrumentos ante variaciones del riesgo sistémico, así como en si dicho ajuste se rige por normas o por la discrecionalidad de los que lo aplican. Los parámetros de los instrumentos podrían incluso permanecer constantes y aun así actuar como estabilizadores automáticos al reducir la posibilidad de que la asunción de riesgos alcance niveles extremos.

El uso de cocientes fijos, o de límites absolutos, ha sido bastante habitual en fases alcistas. Se han aplicado a las condiciones de los préstamos (por ejemplo, la relación entre importe del préstamo y valor del activo (LTV), o entre el servicio de la deuda y el nivel de ingresos, y límites a los márgenes de garantía)⁷, a los descaldes de monedas⁸ y, con menor frecuencia, a la dotación de provisiones para préstamos incobrables en función de la evolución histórica del promedio de pérdidas sobre préstamos dudosos (provisiones *through the cycle* o bien dinámicas)⁹.

Actualmente se está sopesando la posibilidad de utilizar más ampliamente instrumentos fijos. La reforma de las normas sobre capital propuesta por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, por ejemplo, basa los requerimientos mínimos de capital para carteras de negociación en parámetros que suponen situaciones de tensión, y no en medidas de riesgo derivadas del historial reciente de pérdidas, cuya variación es muy procíclica¹⁰. De forma similar, el Comité sobre el Sistema Financiero Global ha recomendado estudiar la implantación de requerimientos de márgenes de garantía basados en valoraciones que reflejen la peor situación esperada a lo largo del ciclo (*through the cycle*) de los activos de garantía, lo que disminuiría la sensibilidad procíclica de dichos márgenes a las condiciones económicas y financieras¹¹. En lo que respecta al capital de los bancos, pueden establecerse reservas fijas superiores a los mínimos reguladores que, en caso de que el banco incurra en pérdidas, puedan liberarse o al menos utilizarse gradualmente.

⁷ Por lo que respecta al empleo de límites en la relación préstamo/valor, ponderaciones por riesgos y otras medidas para restringir el crédito al sector inmobiliario, véanse, por ejemplo, S. Gerlach y W. Peng, «Bank lending and property prices in Hong Kong», *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, nº 2, febrero de 2005, pp. 461–81; Banco Central de Malasia, *Financial stability and payment systems report 2009*, marzo de 2010; y Banco de la Reserva de la India, *Report on trend and progress of banking in India 2008–09*, octubre de 2009.

⁸ Véase M. Goldstein y P. Turner, *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C., abril de 2004.

⁹ Véase J. Saurina, «Loan loss provisions in Spain. A working macroprudential tool», Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, vol. 17, noviembre de 2009, pp. 11–26.

¹⁰ Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Strengthening the resilience of the banking sector*, diciembre de 2009.

¹¹ Véase Comité sobre el Sistema Financiero Global, «The role of margin requirements and haircuts in procyclicality», *CGFS Papers*, nº 36, marzo de 2010.

En las fases expansivas, se han utilizado con bastante frecuencia límites fijos a la asunción de riesgos

La configuración fija de los instrumentos puede seguir teniendo un efecto de estabilización automática en la medida en que su incidencia varíe a lo largo del ciclo. Por ejemplo, si el límite máximo de la relación préstamo-valor se fija en un nivel bajo, será más restrictivo durante un período de auge del crédito, cuando los bancos desean ampliar los préstamos inmobiliarios, que en una fase contractiva, en la que el incremento de la aversión al riesgo reduce la propensión de las instituciones a conceder créditos con una relación préstamo-valor elevada. Al mismo tiempo, los instrumentos fijos deben diseñarse con cuidado para evitar que tengan efectos procíclicos. Por ejemplo, si ejercen su función restrictiva durante la fase expansiva, los requerimientos mínimos de capital pueden limitar la asunción de riesgo. Sin embargo, si lo hacen cuando surgen las tensiones, pueden fomentar la venta precipitada de los activos de mayor riesgo y un endurecimiento de las condiciones crediticias.

Los parámetros de los instrumentos pueden ser fijos y aun así actuar como estabilizadores automáticos...

Los parámetros de los instrumentos que varían en función de la evolución de indicadores de riesgo pueden estar muy vinculados a dichos indicadores o bien guardar una relación menos directa con ellos. Por ejemplo, las reservas de capital podrían acumularse de manera oportunista, cuando el capital esté barato, y sólo modificarse de forma básicamente anticíclica. Otra posibilidad sería ligar de forma más estrecha los parámetros de los instrumentos a indicadores adelantados de perturbaciones financieras sistémicas.

... o pueden variar según evolucionen los indicadores de riesgo sistémico

Ya han comenzado a desarrollarse sistemas de medición del riesgo sistémico que sirvan de guía para el parametraje de los instrumentos. Los estudios elaborados tanto en el BPI como en otras instituciones parecen indicar que existen indicadores sencillos —basados en desviaciones simultáneas de la relación crédito/PIB y de los precios de los activos con respecto a su pauta histórica— capaces de detectar con bastante fiabilidad perturbaciones financieras con años de antelación, en tiempo real y fuera de muestra. Según vayan mejorando los indicadores adelantados de riesgo sistémico, los parámetros de los instrumentos podrían reaccionar a ellos con mayor sensibilidad¹². En último término, si el proceso de modelización mejora lo suficiente, las autoridades podrían vincular estrechamente la configuración de los instrumentos con el riesgo sistémico a fin de mantener éste dentro de límites aceptables, de forma similar a como se utilizan las previsiones de inflación en regímenes con objetivos explícitos de inflación.

En la práctica, los encargados de formular las políticas han tendido a configurar los instrumentos utilizando sobremanera ajustes discretivos que están muy poco vinculados con indicadores de riesgo cuantitativos. Especialmente en el caso de Asia, estos ajustes se han realizado en el ámbito del crédito al sector inmobiliario en fases de bonanza financiera, por el temor a un recalentamiento del sector. Las autoridades han justificado estas medidas apelando a indicadores de riesgo tales como la evolución de los precios inmobiliarios, la expansión del crédito al sector promotor,

En el pasado, se han aplicado con frecuencia ajustes discretivos ante la euforia del mercado inmobiliario

¹² Véase C. Borio y M. Drehmann, «Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009, pp. 29–46.

las ventas en el mercado secundario y la actividad constructora. Entre los ajustes aplicados cabe citar el endurecimiento de los límites aplicables a los términos de los contratos de crédito (como la relación préstamo/valor), el incremento de las ponderaciones por riesgo para el capital regulador, el aumento de las exigencias de reservas y otros requisitos de liquidez y, en ocasiones, la limitación de las exposiciones a divisas. Con frecuencia, las autoridades han acometido de forma simultánea varios ajustes, como modificar la relación préstamo/valor y limitar al mismo tiempo la concentración del crédito a determinados sectores (véase el Cuadro VII.4). Normalmente los parámetros de los instrumentos se han ajustado cada pocos años, pero el grado de activismo ha variado entre países.

Existen buenas razones para ajustar los parámetros instrumentales en función de unas normas sencillas y transparentes. La principal ventaja del uso de normas es que, una vez establecidas, no han de justificarse continuamente. Si están bien estructuradas y son duraderas, pueden reducir la incertidumbre y contribuir a la estabilización automática, al reducir los retrasos a la hora de reconocer tensiones y adoptar decisiones. También comprometen de antemano a las autoridades a endurecer los parámetros de los instrumentos cuando sea necesario, algo que puede ser particularmente importante en una fase

Las normas bien estructuradas pueden precomprometer a las autoridades y operar como estabilizadores automáticos

Ejemplos de medidas discrecionales de intervención prudencial ante la evolución de los mercados inmobiliarios		
Economía	Fecha de la primera medida	Medida
Hong Kong RAE	1991	Limitar la relación préstamo/valor (límites LTV) en función del valor del activo inmobiliario; circulares del supervisor pidiendo prudencia en el crédito hipotecario residencial; recomendación de reducir hasta el promedio sectorial el crédito al sector inmobiliario sobre el crédito total concedido dentro de Hong Kong RAE; recomendaciones para ajustar la tasa de crecimiento del crédito hipotecario residencial a la tasa de crecimiento del PIB nominal
Malasia	1995	Límites LTV; límites al crecimiento del crédito al sector inmobiliario
Singapur	1996	Límites LTV
Corea	2002	En ciertos mercados inmobiliarios, límites LTV y límites a la razón servicio de la deuda/ingresos, definidos a escala regional y en función del plazo de vencimiento y del valor de las garantías
India	2005	Ponderaciones por riesgo y dotación de provisiones para activos inmobiliarios residenciales y comerciales, diferenciados por tamaño y por relación préstamo/valor; las políticas a nivel de alta dirección sobre exposición al sector inmobiliario deberán incluir límites de exposición, garantías y márgenes

Cuadro VII.4

expansiva, cuando el sector financiero, los políticos y la sociedad en general rechazarán frontalmente cualquier restricción discrecional alegando que las perspectivas de futuro son excelentes. Además, la tentación de creer que «esta vez todo va a ser distinto» puede ser muy difícil de resistir, incluso para las propias autoridades. De este modo, las reglas pueden ser especialmente útiles para aliviar la presión ejercida sobre los supervisores para disuadirlos de imponer restricciones durante fases expansivas de la economía.

Numerosas iniciativas nacionales e internacionales, incluido un proyecto enmarcado en el programa de reforma del capital del Comité de Basilea, están valorando posibles normas en el ámbito de las reservas de capital anticíclicas. Un ejemplo de este tipo de normas sería el establecimiento de los niveles de reservas de capital en función de la expansión del crédito por encima de la tendencia y de otros indicadores aproximados de riesgo sistémico. Las normas también podrían estipular que únicamente se practicaran ajustes si los indicadores superasen determinados umbrales. Cuanto más valor señalizador posea el indicador, más estrechos serán los umbrales. La capacidad de las normas para ayudar a sortear el problema de las presiones depende menos de la forma concreta que adopten que de la manera en que vinculen las medidas de política con indicadores observables.

La forma precisa de las normas importa menos que su referencia a indicadores observables

Sin embargo, ninguna regla es eficaz en todos los casos, por lo que será inevitable recurrir a cierto grado de discrecionalidad. Ésta otorga a los responsables de las políticas flexibilidad para emplear una amplia gama de indicadores de riesgo y para emitir juicios de valor sobre la evolución del riesgo sistémico, al tiempo que permite diseñar una respuesta ajustada a las características específicas de la acumulación de riesgos y vulnerabilidades (siempre que puedan identificarse en tiempo real). Además, las medidas discrecionales son más difíciles de eludir que una norma conocida y predecible.

El diseño de reservas de capital anticíclicas ilustra bien estas cuestiones. Como ya analizó el *79º Informe Anual*, es complicado idear normas sencillas que vinculen las reservas con unos pocos indicadores macroeconómicos que señalen con fiabilidad el momento oportuno de acumularlas y liberarlas. Por ejemplo, la relación entre crédito y PIB funciona bien para la fase de acumulación, pero suele avisar con retraso de la aparición de tensiones, por lo que activa tarde la liberación de reservas (véase el Gráfico VII.1).

Lo que se necesita es una variable que opere como indicador adelantado de dificultades financieras en la fase expansiva y como indicador simultáneo de tensiones cuando éstas emergen. Dado que es muy posible que esa variable no exista, la gestión de reservas de capital probablemente requerirá cierta dosis de discrecionalidad.

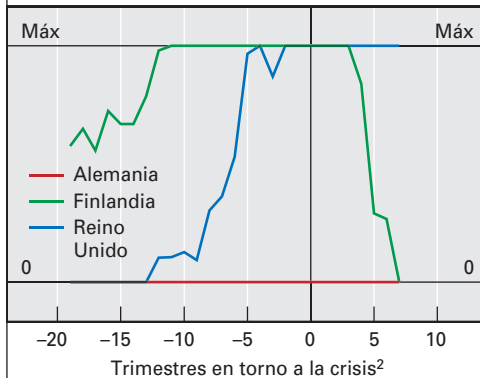
Especificidad sectorial

Las autoridades pueden aplicar los instrumentos con carácter general a todo el sector financiero o centrarse en la exposición a sectores específicos de la economía que puedan plantear algún tipo de amenaza para el sistema en su conjunto. Los focos localizados de riesgo podrían justificar la adopción de un

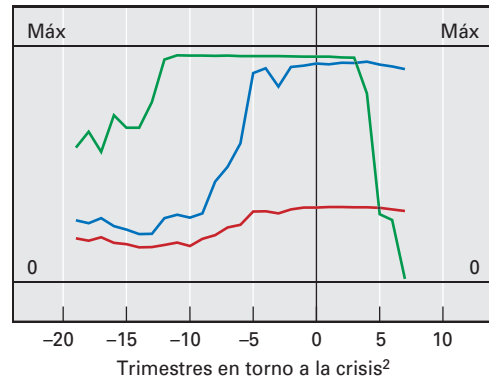
Las intervenciones en sectores específicos son menos indiscriminadas...

Acumulación y liberación de reservas de capital basadas en brechas de crédito

Sólo posiciones nacionales¹



Posiciones nacionales e internacionales³



¹ La reserva de capital para las posiciones nacionales es la reserva para un banco típico en el país indicado que tenga únicamente posiciones en dicho país. Se basa en las desviaciones de la razón crédito interno/PIB con respecto a su tendencia de largo plazo (la brecha de crédito). La reserva está en cero si la brecha de crédito se sitúa por debajo de un umbral inferior, y está a su máximo si supera un umbral superior. ² El trimestre 0 representa el inicio de las respectivas crisis: T3 1991 para Finlandia y T3 2007 para Alemania y el Reino Unido. ³ La reserva de capital para posiciones nacionales e internacionales es la reserva para un banco típico con sede en el país indicado, correspondiendo la suma de las posiciones nacionales y transfronterizas a la posición agregada de ese país. A cada posición frente a un país extranjero se aplica la reserva nacional para dicho país. Las ponderaciones por país de las posiciones transfronterizas se basan en las estadísticas bancarias internacionales del BPI y se fijan en sus valores de T4 2006.

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico VII.1

enfoque sectorial específico para no afectar de forma indiscriminada a toda la economía. El sector inmobiliario, por ejemplo, es un objetivo habitual de estas medidas, ya que ha solido ser uno de los causantes de inestabilidad financiera.

Sin embargo, las estrategias para sectores concretos no están exentas de dificultades. Así, no protegen como es debido al sistema en su conjunto cuando es posible eludirlas. Además, dado que pueden acabar confundándose con la política de asignación de crédito (o haciéndose pasar por ella), imponen a los mecanismos de gobernanza la tarea de lograr que las políticas sigan teniendo claros sus objetivos y no se aparten de ellos. Por último, precisan más información y valoración crítica sobre cómo afecta la evolución de los distintos sectores a la economía en su conjunto. Así pues, las autoridades han de ser prudentes a la hora de adoptar enfoques específicos para sectores concretos.

El diseño de requerimientos de capital anticíclicos para la banca ejemplifica los problemas de intervención en sectores específicos. Vinculando el incremento de las reservas a un aumento del crédito bancario al sector inmobiliario, se garantizaría que las reservas realmente reflejan los riesgos sistémicos que origina dicho sector. Sin embargo, no se tendrían en cuenta las exposiciones indirectas por la transmisión de problemas de este sector al sistema financiero y a la economía en general. Además, los bancos podrían reaccionar a la imposición de medidas dirigidas a sectores concretos relajando las condiciones del crédito en otras áreas para sostener el crecimiento de su inversión crediticia total. Así pues, sería difícil resistirse

... pero pueden eludirse más fácilmente y confundirse con la asignación de crédito

a la tentación de aplicar medidas *ad hoc* a cada vez más instrumentos crediticios y sectores.

Gobernanza

Los mecanismos de gobernanza son necesarios tanto para contener la discrecionalidad como para dotar a las autoridades de la independencia que precisan para poder ejercer dicha discrecionalidad al amparo de presiones excesivas de los grupos de interés. Otra razón para abogar por un objetivo realista y bien definido, el primer elemento abordado en este capítulo, es que simplifica la gobernanza.

La política macroprudencial requiere mecanismos de gobernanza cuidadosamente diseñados

Sin embargo, la medición del objetivo macroprudencial, que es importante para la rendición de cuentas de los encargados de formular políticas, presenta retos¹³. El concepto de estabilidad financiera es multidimensional y difuso comparado, por ejemplo, con el de estabilidad de precios. El sistema financiero puede adolecer de fragilidad durante mucho tiempo antes de que se ponga de manifiesto la existencia de tensiones financieras. Y aunque las vulnerabilidades pudieran medirse de forma fiable, podrían acumularse de forma gradual y, por lo tanto, no alertar de una situación que justificase de forma inequívoca la adopción de medidas. Por su parte, la asunción excesiva de riesgo puede quedar enmascarada por un alza del precio de los activos, una infravaloración del apalancamiento, un fuerte estrechamiento de las primas de riesgo y una volatilidad moderada. Aun cuando los objetivos no pudieran especificarse con precisión, es imperativo formular con claridad la estrategia y actuaciones requeridas para promover la estabilidad financiera.

Otro reto lo constituye el hecho de que reguladores y supervisores, que son quienes controlan los instrumentos, han tendido —o se han visto obligados— a centrarse en la seguridad y solidez de las instituciones a título individual más que en las del sistema en su conjunto. Por tanto, es posible que estén menos familiarizados con las consideraciones macroeconómicas. En cambio, los bancos centrales tienen cierta ventaja en la comprensión del comportamiento de los mercados y de la relación entre el sistema financiero y la economía real. De hecho, han sido sobre todo ellos los que han tomado las medidas discrecionales antes mencionadas en vista de los indicios de recalentamiento de la economía. Los bancos centrales tienen más incentivos para activar mecanismos con fines macroprudenciales (por ejemplo, modificando las condiciones crediticias en todo el sistema) que complementen sus funciones de política macroeconómica.

Es preciso alinear bien instrumentos, conocimientos y objetivos

Sería deseable crear estructuras institucionales nuevas y específicas para sustentar el desarrollo futuro de marcos macroprudenciales. Esos mecanismos aunarían el conocimiento experto en macroeconomía y mercados financieros que atesoran los bancos centrales con la pericia en materia prudencial de reguladores y supervisores financieros. Se precisan autoridades específicas, con mandatos, potestades y controles claros sobre los instrumentos. Una

Sería deseable autoridades con mandatos claros y control sobre los instrumentos

¹³ Véase C. Borio y M. Drehmann, «Towards an operational framework for financial stability: “fuzzy” measurement and its consequences», *BIS Working Papers*, n° 284, junio de 2009.

posibilidad es constituir comités de estabilidad financiera, diseñados con características similares a las de los actuales comités de política monetaria.

Este tipo de mecanismos debería conservar la autonomía de los bancos centrales, incluida su independencia financiera. No obstante, su existencia también afectaría de forma significativa a las responsabilidades que éstos asumen en el ejercicio de sus funciones. En muchos casos, las decisiones en materia de estabilidad financiera pueden requerir más coordinación con el poder ejecutivo que las decisiones relacionadas con la política monetaria, en especial en situaciones de crisis.

Una mayor interacción con el gobierno no tiene por qué comprometer la autonomía del banco central, pero implica la necesidad de instaurar mecanismos de coordinación bien definidos y exige claridad sobre el mandato de estabilidad financiera del banco central y su estrategia. La rendición de cuentas puede promoverse exigiendo que las medidas adoptadas y la toma de decisiones se hagan públicas o sean fiscalizadas por el poder legislativo. Ambas medidas son habituales tanto en materia de política monetaria como de estabilidad financiera. Ahora bien, la información sobre estabilidad financiera que los bancos centrales han divulgado hasta ahora ha sido por lo general menos frecuente y ha estado menos orientada a las políticas que la divulgada en el caso de la política monetaria. Probablemente se imponga un cambio al respecto.

Circunstancias específicas de cada economía y aspectos internacionales

Las circunstancias específicas de cada economía son relevantes...

Las autoridades elegirán sus objetivos, estrategias, instrumentos y mecanismos de gobernanza en función de las circunstancias concretas de su economía. Por ejemplo, las intervenciones macroprudenciales han sido hasta ahora más frecuentes en sistemas financieros dominados por la banca, que ofrecen menos oportunidades de eludir las medidas (por ejemplo, vía titulización). Asimismo, estas actuaciones han sido más habituales en economías con tipos de cambio fijos o controlados (como Hong Kong RAE y otras economías asiáticas) o en países pertenecientes a uniones monetarias (como España), donde el margen para utilizar las tasas de interés oficiales con fines de estabilización macroeconómica es escaso o nulo.

... al igual que las consideraciones internacionales

La probabilidad de diferenciación en los marcos y las configuraciones macroprudenciales entre las distintas economías también pone de relieve la necesidad de coordinación internacional. La configuración de los instrumentos habrá de tener presente que la evolución financiera no está sincronizada entre países y que las instituciones financieras realizan operaciones transfronterizas. Por ejemplo, la configuración de las reservas de capital debe guardar relación con la exposición de una institución al riesgo sistémico en todos los países a los que está expuesto, ya se deba a préstamos transfronterizos o a operaciones en dichos países. Tener en cuenta las exposiciones internacionales puede suponer una gran diferencia para el tamaño y la evolución de las reservas de capital (véase el Gráfico VII.1).

Será inevitable una estrecha cooperación entre las autoridades del país de origen y las del país de acogida. Además, estas últimas deberán participar

en las decisiones sobre los parámetros aplicables a las exposiciones en sus jurisdicciones y en el asesoramiento de las autoridades del país de origen sobre la situación financiera local.

Consecuencias para la política monetaria

La implantación de marcos macroprudenciales afectará al comportamiento del sistema financiero, alterando así el mecanismo de transmisión de la política monetaria. La política monetaria, por su parte, habrá de tener en cuenta la influencia de las medidas macroprudenciales en los precios de los activos y los rendimientos.

Al estabilizar el sistema financiero, una política macroprudencial aplicada con éxito aliviará de diferentes maneras la carga de la política monetaria: reducirá la frecuencia e intensidad de las perturbaciones financieras que causan o amplifican las fluctuaciones económicas; mejorará la eficacia de la política monetaria al evitar que las tensiones financieras menoscaben los efectos de las modificaciones de las tasas de interés, y, quizá lo más importante, siempre que las medidas macroprudenciales sean eficaces, la política monetaria soportará menos presiones para reducir indebidamente las tasas de interés ante las amenazas para la estabilidad financiera que puedan presentarse en momentos de desaceleración económica.

La mayor parte del tiempo, ambas políticas —la macroprudencial y la monetaria— se encontrarán en la misma fase de endurecimiento o relajación. Sin embargo, la eficacia relativa de cada una tendrá que ponderarse con cuidado. Por ejemplo, si surgen riesgos de inflación, las medidas macroprudenciales no pueden sustituir a los aumentos de las tasas de interés. Las medidas macroprudenciales son adecuadas para mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero, pero sus efectos sobre la demanda agregada y las expectativas de inflación son débiles e inciertos comparados con los de las tasas de interés.

Sin embargo, en determinadas ocasiones la política macroprudencial y la política monetaria se moverán en direcciones opuestas. Piénsese en el caso más obvio: cuando el sistema financiero esté bajo presión pero existan riesgos de inflación. En estas circunstancias, los parámetros macroprudenciales podrían relajarse para aliviar las tensiones, mientras que la política monetaria se endurecería simultáneamente para reducir las presiones inflacionistas. Esa combinación no implica la existencia de un conflicto de políticas sino que, muy al contrario, ejemplifica bien el carácter complementario de ambas.

En un sistema con un marco macroprudencial, la política monetaria aún tendrá como principal objetivo el fomento de la estabilidad de precios. Los altibajos de la actividad financiera pueden seguir causando importantes fluctuaciones económicas aun cuando el sistema financiero muestre su capacidad de reacción ante ellos. Asimismo, podrán seguir produciéndose recesiones y riesgos de inflación sin que las fluctuaciones financieras contribuyan a ellos de forma significativa.

Con todo, la política monetaria deberá contribuir más a la promoción de la estabilidad financiera para poder lograr sus propios objetivos

Si tienen éxito, la política monetaria y la política macroprudencial se complementarán...

... e influirán mutuamente en la configuración de sus parámetros

La política monetaria seguirá centrada en la estabilidad de precios...

... aunque deberá participar más en el fomento de la estabilidad financiera

macroeconómicos a largo plazo. La experiencia demuestra que una estrategia de política monetaria centrada únicamente en estabilizar la inflación en un horizonte corto en torno a dos años carece de la perspectiva temporal suficiente para garantizar la estabilidad financiera y, por lo tanto, no basta para estabilizar la inflación a más largo plazo. En el pasado, el crédito y los precios de los activos han registrado auges tanto en épocas de inflación reducida y estable como en momentos de alta inflación. Así pues, con un horizonte de previsión relativamente corto, la política monetaria podría permitir o incluso favorecer por descuido la acumulación de vulnerabilidades financieras. Las autoridades responsables de la política monetaria deben otorgar un mayor peso a esta cuestión ampliando el horizonte temporal en el que se proponen alcanzar sus objetivos explícitos.

Además, por las razones analizadas en la sección anterior, no cabe dar por sentado que una incipiente política macroprudencial dirigida a mejorar la capacidad de reacción del sistema financiero también vaya a contener sustancialmente los auges del crédito y de precios de los activos. Aún no se conoce el impacto que podría tener sobre el crecimiento del crédito una mayor acumulación de reservas en épocas de bonanza. En cambio, la influencia de la política monetaria en las condiciones crediticias generales se conoce relativamente bien.

Los marcos de política monetaria no necesitan grandes ajustes para tener en consideración la estabilidad financiera. El riesgo sistémico se acumula a lo largo del tiempo, por lo que ampliando en unos años el horizonte temporal de los objetivos explícitos de la política monetaria —que en la actualidad suele ser de dos años— sería más fácil para las autoridades ponderar las amenazas a largo plazo para la estabilidad financiera, incluido el impacto de la configuración de las tasas de interés, con respecto a la inflación a corto plazo. El resultado sería una evaluación más exhaustiva de los factores de riesgo a los que se enfrenta la economía. Numerosos bancos centrales ya están tomando medidas en esa dirección.

Ampliar los horizontes de la política monetaria haría innecesario incluir la estabilidad financiera entre los objetivos de ésta

Elaborando un modelo de banca central y adoptando horizontes temporales que incorporen los riesgos a largo plazo para la estabilidad financiera, se haría innecesario un mandato explícito de estabilidad financiera para la política monetaria, al entenderse que se enmarcaría dentro del objetivo más general de estabilidad macroeconómica. Con todo, podría ser útil dotar explícitamente a la política monetaria de este mandato de estabilidad financiera, ya que de producirse una expansión económica con tasas de inflación bajas, podría aliviar la presión que se ejerce sobre los bancos centrales para que no apliquen medidas restrictivas. En ese caso, dicho mandato permitiría a la autoridad monetaria endurecer su política a fin de contrarrestar las amenazas para la estabilidad a largo plazo.

Los mecanismos de gobernanza deben preservar la credibilidad del objetivo de estabilidad de precios

En todo caso, ciertos rasgos generales de los mecanismos de gobernanza son esenciales para preservar la credibilidad del compromiso del banco central con la estabilidad de precios: claridad en los mandatos y estrategias para las funciones de política macroprudencial y de política monetaria, independencia operativa, mecanismos que garanticen una comunicación pública eficaz de las decisiones adoptadas y métodos para abordar eventuales disyuntivas.

También en este caso, los mecanismos dependerán de las circunstancias de cada país, incluido el papel desempeñado por el banco central en la regulación y la supervisión prudenciales.

Resumen

Para preservar la estabilidad financiera y macroeconómica a largo plazo es necesario implementar marcos macroprudenciales cuidadosamente diseñados y ajustar los marcos de política monetaria vigentes. El consenso actual en materia de política brinda una oportunidad única para acometer esas tareas.

El reto para la política macroprudencial reside en establecer un marco que sea eficaz y que goce del apoyo continuo de la sociedad. Obviamente, esta política no es la panacea económica ni debería presentarse como tal, pues seguirán produciéndose recesiones incluso en circunstancias de estabilidad financiera. Es preciso que las expectativas de la sociedad sobre los marcos macroprudenciales se correspondan con lo que éstos pueden ofrecer.

Habida cuenta de la evidencia disponible sobre las metas que pueden alcanzarse, el objetivo de la política macroprudencial en este momento debería hacer hincapié en reforzar la capacidad de reacción del sistema financiero. Lograr este objetivo también ayudaría a evitar el exceso de crecimiento del crédito y una dinámica insostenible de los precios de los activos. Con el tiempo, según se amplíe nuestro conocimiento, podrá ampliarse el marco en la misma medida para conceder más importancia a la moderación de los ciclos del crédito y del precio de los activos.

La capacidad de reacción del sistema financiero puede reforzarse aplicando sencillas herramientas macroprudenciales. Pueden implantarse con relativa facilidad límites fijos, estabilizadores automáticos y ajustes generales de los parámetros de los instrumentos; es decir, ajustes que se correspondan con la fiabilidad de los indicadores disponibles de riesgo sistémico. La atención puede centrarse en sectores concretos, como el inmobiliario, cuando esté claro que constituyen un foco habitual de problemas que afectan a todo el sistema. Sin embargo, en general, la política macroprudencial debería cuidarse de centrarse demasiado en sectores económicos específicos, ya que esa actuación puede confundirse con políticas de asignación de crédito y además debe consolidarse firmemente el carácter sistémico de la política macroprudencial.

Quienes tengan competencias en materia de política macroprudencial han de diseñar los mecanismos de gobernanza necesarios para garantizar que su aplicación descansa en cimientos firmes. Es esencial que estas políticas cuenten con cierto grado de independencia operativa, pero más allá de estas consideraciones generales, los mecanismos de gobernanza habrán de reflejar las circunstancias particulares de cada país.

Una política macroprudencial eficaz respaldará a la política monetaria. No obstante, la articulación de la política monetaria deberá adaptarse al desarrollo y aplicación de los marcos macroprudenciales. Además, con el fin de potenciar al máximo su aportación a la estabilidad tanto financiera como

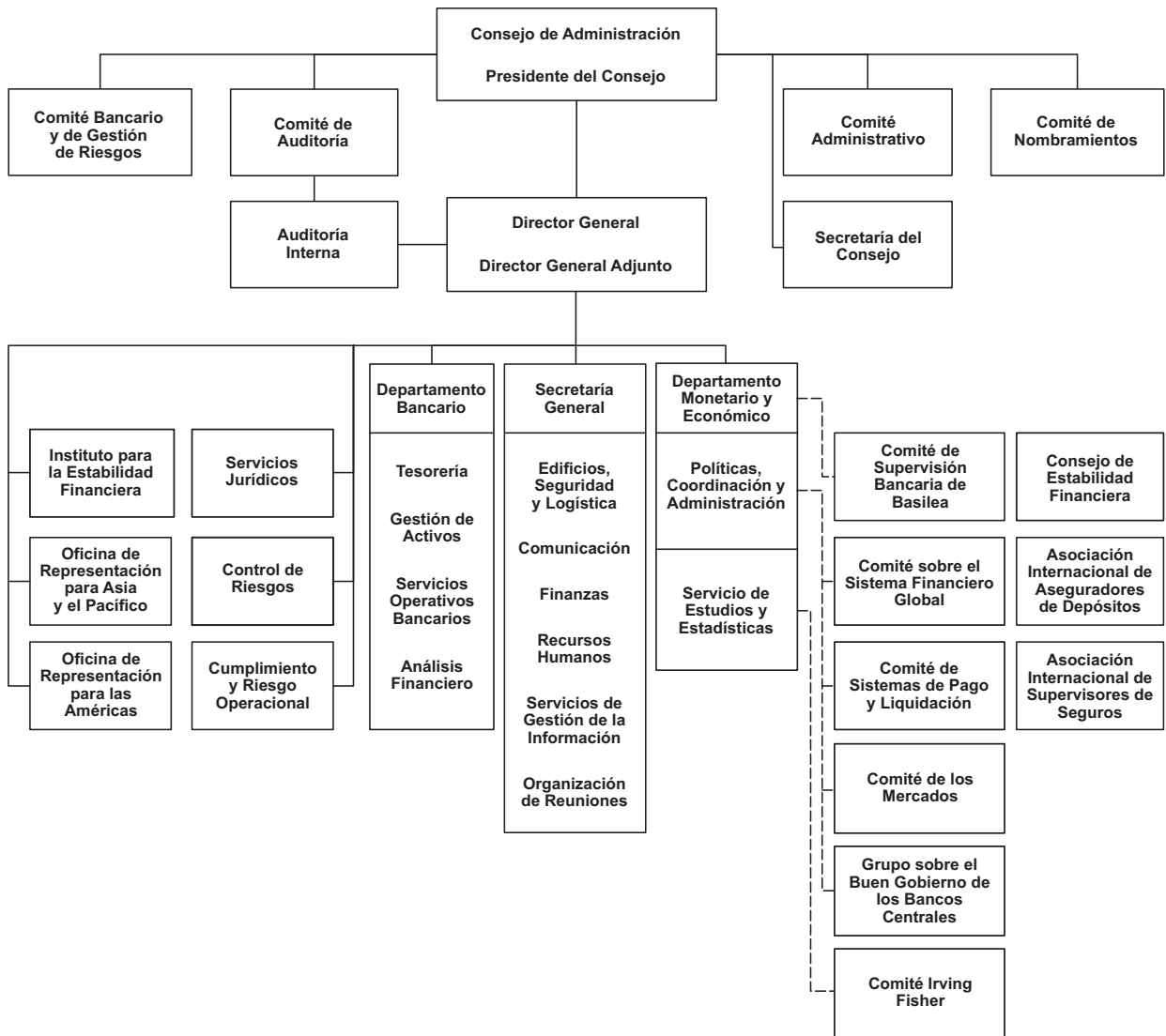
macroeconómica, la política monetaria tendrá que ampliar sus miras más allá de la inflación a corto plazo, para que así las autoridades monetarias tengan más en cuenta la estabilidad financiera. De este modo, promoverían de hecho la estabilidad de precios de una forma más eficaz a más largo plazo.

Índice

Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2010	118
El BPI: misión, actividades, buen gobierno y resultado financiero	119
Los programas de reuniones y el Proceso de Basilea	119
Reuniones bimestrales y otras consultas periódicas	120
El Proceso de Basilea	122
Características del Proceso de Basilea	122
Actividades de los grupos con sede en el BPI en 2009/10	123
Consejo de Estabilidad Financiera	123
Fortalecimiento del marco mundial de capital y liquidez para los bancos	124
Reforzamiento de la liquidez mundial	124
Reducción del riesgo moral que comportan las instituciones financieras de importancia sistémica	125
Perfeccionamiento de las normas contables	125
Mejora de las prácticas remuneradoras	125
Ampliación de la vigilancia del sistema financiero	125
Fortalecimiento del mercado de derivados OTC	125
Reactivación de la titulización sobre bases sólidas	126
Fomento de la adhesión a las normas internacionales	126
Otras tareas	126
Comité de Supervisión Bancaria de Basilea	127
Respuesta a la crisis financiera	127
Capital bancario: mejora de la calidad	128
Capital bancario: ampliación de la cobertura de riesgos	128
Capital bancario: introducción de un coeficiente de apalancamiento complementario	128
Capital bancario: reducción de la prociclicidad	129
Capital bancario: gestión del riesgo sistémico y las interconexiones	129
Mejora de la gestión y supervisión del riesgo de liquidez	129
Perfeccionamiento de la gestión del riesgo	130
Refuerzo del buen gobierno corporativo	130
La contabilidad de los instrumentos financieros	130
Aumento de la transparencia	131
Mejora de las resoluciones bancarias transfronterizas	131
Creación y mejora de los sistemas de seguro de depósitos	131
Ampliación del Comité	131
Comité sobre el Sistema Financiero Global	132
Comité de Sistemas de Pago y Liquidación	133
Comité de los Mercados	133
Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales	134
Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales	135
Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos	135
Asociación Internacional de Supervisores de Seguros	137
Contabilidad	138
Suficiencia de capital y solvencia	138
Buen gobierno y cumplimiento	138
Supervisión de grupos	138
Grupos aseguradores con presencia internacional	138
Reaseguro	139
Memorando multilateral de entendimiento	139
Capacitación	139

Instituto para la Estabilidad Financiera	140
Reuniones, seminarios y conferencias	140
FSI Connect	140
Estudios y estadísticas	140
Enfoque de los estudios	141
Estadísticas financieras internacionales	142
Registro de datos	142
Iniciativas estadísticas internacionales	142
Otras iniciativas de bancos centrales respaldadas por el BPI	143
Agrupaciones regionales e institutos de capacitación de bancos centrales	143
Grupo de Bancos Centrales de Disuasión de las Falsificaciones	144
Grupo de Expertos en Informática	144
Auditores internos de bancos centrales	145
Servicios financieros del Banco	145
Gama de servicios prestados	145
Operaciones financieras en 2009/10	147
Pasivo	147
Activo	147
Gráfico: Balance total e inversiones de clientes, por tipo de producto	148
Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales	148
Oficinas de Representación	148
La Oficina Asiática	149
El Consejo Consultivo Asiático y la Reunión Extraordinaria de Gobernadores del BPI en Asia	149
La actividad bancaria y los Fondos Asiáticos de Bonos	150
Programa de investigación en la Oficina Asiática	150
La Oficina de las Américas	151
Consejo Consultivo para las Américas	152
Gobierno y gestión del BPI	152
La Asamblea General de bancos centrales miembros	153
El Consejo de Administración del BPI	153
Cambios en la composición del Consejo de Administración	156
In memoriam	156
Alta Dirección del BPI	157
Política presupuestaria del Banco	157
Política de remuneración del Banco	159
Beneficio neto y su distribución	160
Principales factores del beneficio obtenido en 2009/10	160
Movimientos en el patrimonio del Banco	161
Propuesta de reparto de dividendo	162
Propuesta de distribución del beneficio neto del ejercicio	163
Informe de los auditores	164
Estados financieros	165
Balance de situación	166
Cuenta de pérdidas y ganancias	167
Estado del resultado integral	167
Estado de flujo de efectivo	168
Evolución del patrimonio del Banco	170
Propuesta de distribución del beneficio	171
Evolución de las reservas estatutarias del Banco	171

Criterios contables	172
Notas a los estados financieros	178
1. Introducción	178
2. Utilización de estimaciones	178
3. Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	179
4. Oro y préstamos de oro	179
5. Activos en monedas	179
6. Préstamos y anticipos	181
7. Instrumentos financieros derivados	181
8. Cuentas por cobrar	182
9. Terrenos, edificios y equipamiento	183
10. Depósitos en monedas	184
11. Depósitos en oro	185
12. Títulos vendidos con pacto de recompra	185
13. Cuentas por pagar	185
14. Otros pasivos	185
15. Capital en acciones	185
16. Reservas estatutarias	186
17. Acciones propias en cartera	186
18. Otras partidas de patrimonio	186
19. Obligaciones por prestaciones post-empleo	187
20. Ingresos por intereses	192
21. Gastos por intereses	192
22. Diferencia neta de valoración	192
23. Ingresos netos por cuotas y comisiones	192
24. Ganancia/(pérdida) neta por diferencia de cambio	192
25. Gastos de operación	193
26. Ganancia neta por venta de títulos disponibles para la venta	193
27. Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro	193
28. Beneficio por acción	193
29. Efectivo y equivalentes al efectivo	193
30. Impuestos	194
31. Tipos de cambio	194
32. Partidas fuera de balance	194
33. Compromisos	194
34. Jerarquía de valor razonable	194
35. Tasas de interés efectivas	196
36. Análisis por regiones	197
37. Partes relacionadas	197
38. Pasivos contingentes	199
Suficiencia de capital	200
1. Capital	200
2. Capital económico	200
3. Activos ponderados por riesgo y requerimientos mínimos de capital en el Marco de Basilea II	201
4. Coeficiente de capital de Nivel 1	202
Gestión de riesgos	203
1. Riesgos para el Banco	203
2. Metodología y organización de la gestión de riesgos	203
3. Riesgo de crédito	204
4. Riesgo de mercado	213
5. Riesgo de liquidez	218
6. Riesgo operacional	221
Informe de los auditores	223
Resumen gráfico de los últimos cinco años	224



Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2010

El BPI: misión, actividades, buen gobierno y resultado financiero

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) tiene por misión prestar apoyo a los bancos centrales y a las autoridades financieras en sus esfuerzos en pro de la estabilidad monetaria y financiera, fomentar la cooperación internacional en dichos ámbitos y prestar servicios bancarios a bancos centrales.

A la luz de dicha misión, en este capítulo se examinan las actividades del BPI y de los grupos que acoge en su sede durante el ejercicio financiero 2009/10, se describe el marco institucional que sustenta su labor y se presentan los resultados financieros del ejercicio.

A grandes rasgos, el BPI cumple su misión:

- fomentando el debate y facilitando la colaboración entre bancos centrales;
- favoreciendo el diálogo con otras autoridades promotoras de la estabilidad financiera;
- realizando estudios sobre asuntos relacionados con las políticas de los bancos centrales y las autoridades supervisoras del sector financiero;
- actuando como contraparte principal de los bancos centrales en sus transacciones financieras; y
- ejerciendo de agente o fideicomisario en operaciones financieras internacionales.

El BPI fomenta la cooperación monetaria y financiera internacional y la coordinación en estos ámbitos a través de sus programas de reuniones para funcionarios de bancos centrales y a través del Proceso de Basilea, en virtud del cual acoge comités y organismos de normalización internacionales y facilita su interacción. En particular, el BPI acoge en su sede el Consejo de Estabilidad Financiera y le respalda en su misión de coordinar internacionalmente la labor de las autoridades financieras nacionales y los organismos de normalización internacionales, a fin de desarrollar y promover la aplicación de políticas eficaces en materia de regulación, supervisión y otros aspectos del sector financiero.

El servicio de estudios y estadísticas del BPI responde a la necesidad de las autoridades monetarias y supervisoras de disponer de datos y análisis para diseñar sus políticas.

La función bancaria del BPI, por su lado, presta los servicios de contraparte principal, agente y fideicomisario que corresponden a su misión.

Los programas de reuniones y el Proceso de Basilea

El BPI fomenta la cooperación monetaria y financiera internacional a través de dos mecanismos principales:

- las reuniones bimestrales o de otro tipo que organiza entre funcionarios de bancos centrales; y

- el Proceso de Basilea, que facilita la cooperación entre los comités y organismos de normalización con sede en el BPI.

Reuniones bimestrales y otras consultas periódicas

En sus reuniones bimestrales, que suelen celebrarse en Basilea, los Gobernadores y otros altos cargos de los bancos centrales examinan los acontecimientos más recientes y 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. Además de las reuniones bimestrales, el Banco organiza con regularidad otras a las que asisten, según el caso, representantes de los sectores público y privado y del mundo académico.

La principales reuniones bimestrales de los Gobernadores y otros altos cargos de bancos centrales miembros del BPI son la Global Economy Meeting y la All Governors' Meeting.

La Global Economy Meeting (GEM) congrega a los Gobernadores de 30 bancos centrales accionistas del BPI de las principales economías avanzadas y de mercado emergentes, que conjuntamente representan el 82% del PIB mundial, y a ella asisten en calidad de observadores los Gobernadores de otros 15 bancos centrales¹. Su función fundamental ha consistido en realizar un seguimiento de la evolución económica y financiera y evaluar los riesgos y oportunidades que presentan la economía y el sistema financiero mundiales.

En el transcurso de 2009/10, el Consejo de Administración asignó una nueva responsabilidad a la GEM, cuando decidió llevar a efecto una importante reforma del proceso para orientar las actividades de los principales comités de bancos centrales: el Comité sobre el Sistema Financiero Global, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y el Comité de los Mercados. La responsabilidad de proporcionarles orientación, que durante décadas había recaído en los Gobernadores del G-10, fue transferida a partir de enero de 2010 a la Global Economy Meeting, que ahora establece las prioridades de trabajo de dichos comités y, a propuesta del Presidente del nuevo Comité Económico Consultivo (del que se hablará a continuación), nombra a los presidentes de los comités y aprueba los cambios en su composición y organización. Asimismo, la GEM recibe ahora informes de los presidentes de los comités y decide sobre su publicación.

Dada la considerable dimensión de la Global Economy Meeting, el Consejo constituyó un nuevo grupo informal, el Comité Económico Consultivo (ECC), para auxiliarle mediante la elaboración de propuestas de debate y decisión. Dicho Comité, limitado a 18 participantes, está integrado por todos

¹ Son miembros de la GEM los Gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, Hong Kong RAE, la India, Indonesia, Italia, Japón, Malasia, México, los Países Bajos, Polonia, el Reino Unido, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia y Turquía, así como el Presidente del Banco Central Europeo y el Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Asisten como observadores los Gobernadores de Argelia, Austria, Chile, Dinamarca, Filipinas, Finlandia, Grecia, Hungría, Irlanda, Israel, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, la República Checa y Rumania.

los Gobernadores miembros del Consejo, los Gobernadores de los bancos centrales de la India y México y el Director General del BPI.

El Presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, que presidía la Global Economy Meeting con sus anteriores funciones, ha sido elegido por el Consejo para continuar como Presidente de la GEM tras la ampliación de sus competencias y para desempeñar también el cargo de Presidente del nuevo ECC.

En la All Governors' Meeting, que preside el Presidente del Consejo de Administración del BPI y donde se dan cita los Gobernadores de todos los bancos centrales accionistas, se debaten asuntos de interés general para todos ellos. En 2009/10 se analizaron los asuntos siguientes:

- riesgos sistémicos en mercados de derivados extrabursátiles (OTC): análisis y posibles políticas;
- riesgo sistémico financiero: factores, mediciones, herramientas políticas;
- respuesta integral del BCBS a la crisis bancaria mundial;
- políticas ante los flujos de entrada de capital; y
- riesgo de tasa de interés en el sistema financiero.

En su examen del buen gobierno de las actividades de cooperación del BPI, el Consejo y la GEM decidieron que la All Governors' Meeting siguiera haciéndose cargo de orientar las actividades tanto del Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, que supervisa las operaciones del Foro sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, como del Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales, en particular porque la participación en estos dos grupos no se restringe a los miembros de la GEM.

Por lo que respecta al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), el Banco celebra de forma periódica reuniones del Grupo de Gobernadores de Bancos Centrales y Jefes de Supervisión, que supervisa el trabajo de dicho Comité. Este órgano se reunió dos veces en el periodo analizado para refrendar el paquete integral de reformas que se estaba elaborando con el fin de reforzar la regulación, la supervisión y la gestión del riesgo del sector bancario.

El Banco organiza con regularidad encuentros de carácter informal entre representantes del sector público y privado en los que se debaten temas de interés mutuo relacionados con la promoción de un sistema financiero internacional sólido y ágil. Además, el Banco organiza otras reuniones, con regularidad o de forma puntual, a las que asisten altos funcionarios de bancos centrales y donde se invita a participar a representantes de otras autoridades financieras, del sector financiero privado y del mundo académico. A continuación se citan algunas de estas reuniones:

- las reuniones de los grupos de trabajo sobre política monetaria nacional, celebradas no sólo en Basilea, sino también regionalmente en diferentes bancos centrales de Asia, Europa central y oriental y América Latina;
- la reunión de Subgobernadores de economías de mercado emergentes; y
- las reuniones a alto nivel de Subgobernadores y otros altos cargos de supervisión organizadas por el Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) en varias regiones del mundo.

El Proceso de Basilea

El Proceso de Basilea contribuye de forma directa a la labor de las secretarías internacionales con sede en el BPI, entre ellas el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), que coordina a escala mundial el trabajo de autoridades financieras nacionales y organismos de normalización internacionales. Otro aspecto del papel de apoyo que desempeña el BPI es el mandato del Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI), encargado de ayudar a las autoridades supervisoras del sector en todo el mundo a reforzar la vigilancia de sus sistemas financieros.

Características del Proceso de Basilea

El Proceso de Basilea se apoya en cuatro aspectos fundamentales: (i) las sinergias generadas por la proximidad de las sedes; (ii) la flexibilidad y la apertura en el intercambio de información; (iii) la ayuda que suponen los estudios económicos y la experiencia bancaria del BPI; y (iv) la divulgación del trabajo.

Sinergias. El BPI acoge las secretarías de nueve grupos, entre ellos el FSB, que trabajan en pro de la estabilidad financiera. Los seis siguientes gozan de un significativo grado de autonomía en la elaboración de sus programas y en la estructuración de sus actividades:

- el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) se ocupa de la supervisión en el ámbito de las instituciones concretas y de su relación con la supervisión macroprudencial;
- el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) realiza el seguimiento y análisis de cuestiones de estabilidad macrofinanciera;
- el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) analiza la infraestructura de pagos, compensación y liquidación y establece normas al respecto;
- el Comité de los Mercados examina el funcionamiento de los mercados financieros;
- el Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales examina cuestiones relacionadas con el diseño y funcionamiento de los bancos centrales; y
- el Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales (IFC) se ocupa de asuntos estadísticos que conciernen a los bancos centrales, entre ellos los relacionados con la estabilidad económica, monetaria y financiera.

A diferencia de estos seis grupos, el FSB cuenta con sus propios órganos de gobierno y líneas de autoridad, al igual que sucede con los otros dos grupos que acoge el BPI, la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS).

Las sinergias generadas por esta proximidad física y el consiguiente intercambio de ideas entre estos grupos han sido considerables.

Flexibilidad. Las limitadas dimensiones de estos grupos propician la flexibilidad y la transparencia en el flujo de información, mejorando con ello la coordinación de su trabajo en materia de estabilidad financiera y evitando tanto redundancias como lagunas en sus actividades. Al mismo tiempo, sus

resultados superan con creces lo que podrían sugerir sus modestas dimensiones, al poder contar con las aportaciones de expertos de la comunidad internacional de bancos centrales, reguladores financieros y supervisores.

Apoyo de los conocimientos y experiencia del BPI. La labor de los comités con sede en Basilea aprovecha los estudios económicos del BPI y su experiencia bancaria, derivada de las relaciones de trabajo del Departamento Bancario con los participantes en el mercado y de su aplicación de normas reguladoras y controles financieros al desarrollo de las operaciones bancarias.

Divulgación. El FSI facilita la divulgación de la labor de los organismos de normalización entre las instituciones oficiales.

Actividades de los grupos con sede en el BPI en 2009/10

A continuación se presenta un resumen de las principales actividades de los nueve grupos con sede en el BPI.

Consejo de Estabilidad Financiera

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) se constituyó en virtud de la declaración del G-20 el 2 de abril de 2009, como sucesor del Foro sobre la Estabilidad Financiera (FSF). Los Estatutos por los que se rigen formalmente sus objetivos, su mandato, sus miembros y sus procesos organizativos entraron en vigor el 25 de septiembre de 2009 con su refrendo por los líderes del G-20 reunidos en la cumbre de Pittsburgh.

El FSB promueve la estabilidad financiera internacional coordinando el trabajo de autoridades financieras nacionales y organismos de normalización internacionales en pro del desarrollo de políticas adecuadas en materia de regulación, supervisión y otros aspectos del sector financiero, y favorece la igualdad de condiciones mediante la aplicación coherente de dichas políticas en todos los sectores y jurisdicciones.

Más concretamente, el mandato del FSB implica lo siguiente:

- evaluar las vulnerabilidades que afectan al sistema financiero mundial e identificar y examinar las medidas reguladoras, supervisoras y actuaciones relacionadas que resulten necesarias para afrontar tanto las vulnerabilidades como sus consecuencias;
- promover la coordinación e intercambio de información entre autoridades responsables de la estabilidad financiera;
- realizar un seguimiento de la evolución del mercado y sus implicaciones para la política reguladora y prestar asesoramiento al respecto;
- asesorar sobre las mejores prácticas de cumplimiento de la normativa reguladora y realizar su seguimiento;
- efectuar análisis estratégicos conjuntos de las políticas desarrolladas por los organismos de normalización internacionales para garantizar que

trabajen de forma puntual y coordinada, centrándose en las prioridades y resolviendo las lagunas existentes;

- establecer orientaciones para crear órganos colegiados de supervisión y apoyar su constitución;
- fomentar la planificación de protocolos de emergencia para la gestión transfronteriza de crisis, particularmente por lo que se refiere a entidades de importancia sistémica; y
- colaborar con el FMI en la realización de ejercicios de alerta temprana.

El FSB está integrado por altos funcionarios de ministerios de Finanzas, bancos centrales y agencias de regulación de 24 países y territorios (incluidos todos los países del G-20), así como del BCE y la Comisión Europea, además de por representantes de instituciones financieras internacionales (BPI, Banco Mundial, FMI y OCDE) y organismos internacionales de normalización y de banca central (BCBS, CGFS, CPSS, Consejo Internacional de Normas de Contabilidad (IASB), IAIS y Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV)). Preside el FSB Mario Draghi, Gobernador del Banco de Italia.

El FSB opera a través de reuniones plenarias de sus miembros, así como de los siguientes grupos:

- un Comité de Orientación, presidido por Mario Draghi;
- un Comité Permanente de Evaluación de Vulnerabilidades, presidido por Jaime Caruana, Director General del BPI;
- un Comité Permanente de Cooperación Supervisora y Reguladora, presidido por Adair Turner, Presidente de la Autoridad de los Servicios Financieros del Reino Unido; y
- un Comité Permanente de Aplicación de Normas, presidido por Tiff Macklem, Viceministro Adjunto del Departamento de Finanzas de Canadá.

En sus sesiones plenarias —celebradas en junio y septiembre de 2009 y enero de 2010— el FSB avanzó en la agenda de reformas de la política reguladora internacional para reforzar la estabilidad financiera, estableciendo con claridad principios y calendarios de aplicación. En su informe de 2009, titulado *Improving financial regulation*, estableció un programa de reformas en los siguientes ámbitos.

Fortalecimiento del marco mundial de capital y liquidez para los bancos

El FSB y el BCBS, en colaboración con el FMI, están evaluando conjuntamente las consecuencias macroeconómicas de aplicar las propuestas de reforma de capital y liquidez del BCBS, que tendrá en cuenta esta evaluación al elaborar los mecanismos de transición apropiados.

Reforzamiento de la liquidez mundial

Además de las reformas en materia de liquidez propuestas por el BCBS para los bancos, el FSB está coordinando esfuerzos en el ámbito de las políticas internacionales para abordar los riesgos de liquidez transfronterizos para el conjunto del sistema, incluidas las cuestiones concretas que afectan a los mercados emergentes.

Reducción del riesgo moral que comportan las instituciones financieras de importancia sistémica

El FSB está elaborando un paquete de medidas, previsto para octubre de 2010, encaminadas a reducir los problemas que plantean las instituciones «demasiado grandes para quebrar». Esta labor abarca tres ámbitos: reducir la probabilidad y el impacto de la quiebra de una institución de importancia sistémica, mejorar la capacidad de emprender la disolución ordenada de una entidad en quiebra, y reforzar las principales infraestructuras y mercados. En la cumbre del G-20, que se celebrará en junio de 2010, se expondrán una evaluación preliminar y posibles políticas al respecto.

Perfeccionamiento de las normas contables

El FSB sigue fomentando los esfuerzos por mejorar las normas de valoración y dotación de provisiones y lograr un único conjunto de normas contables de alta calidad para el mundo entero. Con este fin lleva a cabo un seguimiento de la aplicación de las recomendaciones realizadas por el FSF en abril de 2009, que instaban a los órganos de normalización contable a plantearse formas de atenuar las posibles dinámicas adversas de la contabilidad por el valor razonable, como parte del esfuerzo por mejorar la transparencia y los tratamientos contables, mitigando a la vez la prociclicidad.

Mejora de las prácticas remuneradoras

En abril de 2009, el FSF elaboró el documento *Principles for sound compensation practices*, que regula las prácticas remuneradoras de instituciones financieras representativas y, en septiembre del mismo año, emitió unas normas de aplicación de estos principios. En marzo de 2010, el FSB publicó una evaluación *inter pares* donde se afirmaba que sus miembros habían realizado progresos significativos en la incorporación de los principios y las normas a sus marcos reguladores y supervisores nacionales, aunque se constataba que la eficacia en su aplicación estaba lejos de alcanzarse. Está previsto revisar el tema de las remuneraciones en el segundo trimestre de 2011.

Ampliación de la vigilancia del sistema financiero

Se está avanzando en la tarea de garantizar que todas las actividades de importancia sistémica —incluidas las de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) y agencias de calificación crediticia— queden sujetas a la vigilancia y regulación oportunas. El FSB acogió favorablemente el informe sobre la especificidad y el alcance de la regulación, publicado por el Foro Conjunto en enero de 2010, que ofrece recomendaciones para afrontar las actuales lagunas supervisoras y reguladoras y para incrementar la coherencia de los enfoques entre sectores. El FSB realizará un seguimiento de la evolución de las políticas relativas a las cuestiones que plantea el informe y propondrá medidas para los casos en que éstas aún no se estén abordando.

Fortalecimiento del mercado de derivados OTC

Se están reforzando las normas para afrontar riesgos sistémicos, por ejemplo con la modificación de los requerimientos de capital para reflejar los riesgos

de los derivados OTC e incentivar la utilización de entidades de contrapartida central y, en su caso, de mercados organizados. El FSB ha establecido un grupo de trabajo que en octubre de 2010 presentará un informe sobre medidas que podrían aumentar la normalización de los derivados OTC y desarrollar un proceso coherente para la aplicación de los requisitos de compensación y negociación en todo el mundo.

Reactivación de la titulización sobre bases sólidas

El sector oficial tiene que proporcionar un marco que garantice la disciplina en el mercado de titulaciones conforme éste se reactiva, y el FSB está evaluando los pasos que han de darse en áreas tales como la transparencia, la comunicación de información y la armonización de incentivos.

Fomento de la adhesión a las normas internacionales

El FSB está alentando a todas las jurisdicciones a elevar su grado de adhesión a las normas financieras internacionales. Las que forman parte del FSB darán ejemplo mediante la aplicación de dichas normas y la divulgación de su nivel de adhesión, determinado a través de evaluaciones *inter pares* temáticas y por país. La primera de estas evaluaciones, dedicada a las prácticas remuneradoras, tuvo lugar en marzo de 2010.

Además, el FSB está fomentando la adhesión de todas las jurisdicciones a las normas financieras internacionales; entre otras medidas, con la iniciativa lanzada en marzo de 2010 para identificar aquellas jurisdicciones que no están cooperando y ayudarlas a mejorar su adhesión.

Otras tareas

En noviembre de 2009, el FSB publicó informes sobre otras tres materias:

- Una nota sobre políticas para retirar las medidas excepcionales de apoyo financiero, que establece el criterio de que dichas políticas deben anunciarse con antelación y ser flexibles, transparentes y creíbles. La nota incorpora un informe de los expertos de la IADI y del FMI sobre las estrategias de retirada de medidas temporales de seguro de depósitos.
- Un informe conjunto del FMI, el BPI y el FSB, titulado *Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: initial considerations*, que expone enfoques conceptuales y analíticos a disposición de las autoridades nacionales y debate un posible formato para orientaciones generales cuya flexibilidad debería ser suficiente para aplicarse a una amplia variedad de países y circunstancias.
- Un informe conjunto del FMI y el FSB, *The financial crisis and information gaps*, que identifica lagunas y presenta propuestas para perfeccionar la recopilación de datos, a fin de reflejar más fielmente la acumulación de riesgos en el sector financiero, aumentar la calidad de los datos sobre las conexiones de la red financiera internacional, realizar un seguimiento de la vulnerabilidad de las economías nacionales a las perturbaciones y mejorar la comunicación de las estadísticas oficiales.

El FSB ha creado un grupo de trabajo para gestionar su parte de la labor de aplicación.

FSB: www.financialstabilityboard.org

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), 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 apoya a los supervisores proporcionándoles un foro para intercambiar información sobre esquemas de supervisión nacionales, mejorando la eficacia de las técnicas de supervisión bancaria internacional y estableciendo estándares mínimos.

Respuesta a la crisis financiera

El programa de reformas del Comité de Basilea constituye el núcleo de los esfuerzos mundiales por mitigar el riesgo sistémico y fomentar un crecimiento económico más sostenible. Una de las lecciones esenciales que se extraen de la crisis financiera es la necesidad de acumular colchones de capital y liquidez en el sistema bancario: hay que aumentar la calidad y el volumen del capital; el coeficiente de apalancamiento tiene que funcionar como tope de seguridad del requerimiento de capital basado en riesgos y como freno del aumento del apalancamiento en el conjunto del sector, y es necesario introducir una norma de liquidez internacional para elevar la resistencia a las perturbaciones de liquidez tanto dentro como fuera de balance.

Otra lección fundamental es la necesidad de enfocar la supervisión no sólo hacia la solvencia de bancos a título individual, sino también hacia objetivos más amplios de estabilidad financiera. Es decir, los fundamentos microprudenciales de la supervisión han de complementarse con la superposición de un enfoque macroprudencial. Para atenuar el comportamiento procíclico de los mercados financieros, el Comité está fomentando la conservación del capital, colchones anticíclicos y provisiones para incobrables más previsoras. Además, propone una serie de medidas para abordar los vínculos sistémicos entre bancos internacionales y el riesgo moral que entrañan.

En julio de 2009, el Comité aprobó un paquete definitivo de medidas para reforzar las normas de 1996 que rigen el capital de la cartera de negociación y para afianzar los tres pilares del Marco de Basilea II.

En diciembre de 2009 publicó, con fines de consulta, un paquete integral de reformas encaminadas a reducir sustancialmente la probabilidad y la gravedad de las tensiones económicas y financieras endureciendo las regulaciones mundiales en materia de capital y liquidez. El Comité está evaluando el impacto de dichas propuestas durante el primer semestre de 2010 y su objetivo es publicar un conjunto de normas perfectamente calibradas a finales de este año, previendo un periodo de introducción de dos años para asegurar una transición gradual.

Capital bancario: mejora de la calidad

Un elemento clave en las propuestas de diciembre de 2009 es la mejora de la calidad, la coherencia y la transparencia de la base de capital. La propuesta se centra en las acciones ordinarias y los beneficios no distribuidos como forma predominante de capital de Nivel 1, lo cual contribuirá a asegurar que cualquier banco grande con operativa internacional mejore su capacidad de absorber pérdidas, tanto si continúa sus actividades como si entra en proceso de disolución. El Comité está armonizando también los elementos restantes de la estructura de capital.

Las propuestas de diciembre de 2009 pasan revista además a una serie de cuestiones relacionadas con los instrumentos de capital contingentes y convertibles: los criterios con los que juzgar su capacidad de absorción de pérdidas y, más en general, la función de estos instrumentos dentro de los requerimientos mínimos de capital y como colchones de capital.

Capital bancario: ampliación de la cobertura de riesgos

Durante la crisis, la mayoría de las pérdidas bancarias afectaron a la cartera de negociación, que es donde se concentraba el grueso del apalancamiento del sector. El paquete publicado en julio de 2009 por el Comité reclamaba un aumento de los requerimientos de capital para reflejar el riesgo de crédito de las actividades de negociación complejas e introducía un requerimiento relativo al valor en riesgo en condiciones de tensión, destinado a reducir el efecto procíclico de los requerimientos mínimos de capital.

Las mejoras del Marco de Basilea II de julio de 2009 reforzaron el Primer Pilar (requerimientos mínimos de capital) aumentando las ponderaciones por riesgo exigidas para las exposiciones a re titulizaciones, los llamados CDO de ABS (bonos de titulización de deuda compuestos de bonos de titulización de activos). El Comité también aplicó normas más estrictas a las facilidades de liquidez a corto plazo para instrumentos fuera de balance.

Entre las propuestas de diciembre de 2009 se incluía el endurecimiento de los requerimientos de capital asociado a exposiciones al riesgo de crédito de contraparte nacidas de derivados, contratos con pacto de recompra (*repos*) y actividades de financiación con valores. Estas mejoras también aumentarán los incentivos para reconducir las exposiciones a derivados extrabursátiles hacia entidades de contrapartida central y mercados bursátiles.

Capital bancario: introducción de un coeficiente de apalancamiento complementario

El paquete de diciembre de 2009 introdujo un coeficiente de apalancamiento como medida complementaria al marco basado en riesgos de Basilea II, con la perspectiva de migrar hacia un tratamiento del Primer Pilar basado en una supervisión y un calibrado apropiados. Este coeficiente complementario ayudará a contener la acumulación de apalancamiento excesivo en el sistema bancario, introducirá salvaguardias adicionales contra intentos de burlar los requerimientos basados en riesgos y contribuirá a hacer frente al riesgo que implica el modelo. Con el fin de garantizar la comparabilidad, los detalles del coeficiente de apalancamiento se armonizarán internacionalmente para tener

plenamente en cuenta cualquier diferencia que aún persista en la contabilidad. El coeficiente se calibrará para que funcione como una medida creíble que complemente los requerimientos basados en riesgos, teniendo en cuenta las próximas modificaciones del Marco de Basilea II.

Capital bancario: reducción de la prociclicidad

Uno de los elementos más desestabilizadores de la crisis fue la prociclicidad, es decir la amplificación de las perturbaciones financieras por todo el sistema financiero y la economía en general. La prociclicidad se generó por diversas vías, entre ellas las normas contables para valorar activos a precio de mercado y préstamos mantenidos hasta su vencimiento, las prácticas de constitución y reposición de márgenes de garantía, y la acumulación y liberación de apalancamiento entre instituciones financieras, empresas y consumidores.

El Comité ha propuesto medidas para lograr que el sector bancario absorba las perturbaciones en lugar de transmitir los riesgos: acumular colchones de capital en épocas de bonanza para recurrir a ellos en periodos de tensión y realizar provisiones más previsoras, calculándolas sobre la base de las pérdidas esperadas.

La acumulación de colchones podría efectuarse a través de medidas de conservación del capital, entre ellas la imposición de límites al pago excesivo de dividendos, a la recompra de acciones y a las remuneraciones. El Comité también está estudiando un mecanismo que ajustaría anticíclicamente los colchones de capital con su vinculación a variables de crédito.

Si las provisiones se dotaran conforme a las pérdidas esperadas, las pérdidas reales quedarían reflejadas de modo más transparente, y el modelo de provisión sería menos procíclico que el actual, basado en las pérdidas ya incurridas.

Capital bancario: gestión del riesgo sistémico y las interconexiones

Para ayudar a los supervisores a medir la importancia sistémica de bancos concretos y reducir la probabilidad y el impacto de la quiebra de una entidad de importancia sistémica, el Comité está valorando la posibilidad de aplicar a dichos bancos un coeficiente mínimo de capital más elevado, así como otras medidas de supervisión relacionadas.

Mejora de la gestión y supervisión del riesgo de liquidez

La falta de precisión y eficacia en la gestión del riesgo de liquidez ha sido uno de los factores centrales de la crisis financiera. Para afrontar este problema y promover la coherencia en las expectativas supervisoras —y partiendo del documento del Comité titulado *Principles for sound liquidity risk management and supervision*, publicado en 2008—, el BCBS se ha centrado recientemente en mejorar aún más la resistencia de los bancos con operativa internacional ante problemas de liquidez, así como en ampliar la armonización internacional de la supervisión del riesgo de liquidez.

El paquete consultivo de diciembre de 2009 introdujo un coeficiente de liquidez mínima global, que incorporaba un coeficiente de cobertura a 30 días. El primero se apoyaría en otro estructural a más largo plazo y

en un conjunto mínimo de herramientas dirigidas a identificar y analizar tendencias en el riesgo de liquidez tanto en los bancos como en el sistema en su conjunto.

Perfeccionamiento de la gestión del riesgo

Entre las mejoras de Basilea II publicadas en julio de 2009 se encontraba una orientación complementaria bajo el Segundo Pilar (proceso del examen supervisor) para hacer frente a los fallos de gestión del riesgo que destapó la crisis. Esta orientación, que entró en vigor de inmediato, abarcaba:

- el buen gobierno y la gestión del riesgo en el conjunto de una entidad;
- los riesgos que comportan las exposiciones fuera de balance y las actividades de titulización;
- las concentraciones de riesgos; y
- los incentivos para que los bancos gestionen mejor el riesgo y el rendimiento a largo plazo.

La orientación complementaria incorpora los *Principles for sound compensation practices* que estableció el Foro sobre la Estabilidad Financiera en abril de 2009. En enero de 2010 el Comité publicó además una metodología de evaluación supervisora para promover en los bancos prácticas consistentes de remuneración.

En mayo de 2009 el Comité publicó un documento titulado *Principios para la realización y supervisión de pruebas de tensión* con el fin de abordar deficiencias reveladas por la crisis en las pruebas de tensión realizadas por los bancos.

Refuerzo del buen gobierno corporativo

En marzo de 2010, el Comité publicó un documento consultivo, *Principios para mejorar el buen gobierno corporativo*, que recoge un conjunto de mejores prácticas de gobierno bancario y que responde a deficiencias fundamentales puestas de relieve por la crisis financiera. Los supervisores tienen también un papel crucial en este ámbito y, conforme a los principios del Comité, deberían establecer orientaciones o normas para aplicar las mejores prácticas y evaluar periódicamente las políticas y las prácticas de las entidades de crédito según los principios del Comité.

La contabilidad de los instrumentos financieros

La utilización del valor razonable para contabilizar una gama más amplia de instrumentos financieros y las experiencias de la crisis han subrayado la importancia esencial de la calidad en la gestión del riesgo y los procesos de control. Siendo así, en abril de 2009 el Comité publicó un documento orientativo para entidades de crédito, *Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices*, que también orienta a los supervisores sobre el proceso del examen supervisor del Segundo Pilar.

En agosto de 2009, el Comité publicó un conjunto de *Principios rectores para la sustitución de la NIC 39*, de alto nivel, para ayudar al Consejo Internacional de Normas de Contabilidad (IASB) a abordar cuestiones relativas a provisiones, medición del valor razonable y requisitos de divulgación

relacionados. Estos principios ayudarán al IASB a elaborar normas que aumenten la utilidad y relevancia de la información financiera para las principales partes. Por otra parte, el G-20 recomendó recientemente al IASB y al Consejo de Normas de Contabilidad Financiera de Estados Unidos la convergencia entre las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP) estadounidenses. Los principios rectores de alto nivel del Comité impulsarán este esfuerzo conjunto y además garantizarán que las reformas contables aborden preocupaciones más amplias sobre prociclicidad y riesgo sistémico.

Aumento de la transparencia

El paquete relativo a Basilea II publicado en julio de 2009 incluía mejoras del Tercer Pilar (disciplina de mercado) que endurecían los requisitos de divulgación de información sobre titulaciones, posiciones fuera de balance y actividades de negociación. Estas exigencias adicionales contribuirán a reducir las incertidumbres del mercado sobre la solvencia de los balances de los bancos en relación con las actividades en los mercados de capital.

Mejora de las resoluciones bancarias transfronterizas

En marzo de 2010, el Comité publicó la versión definitiva del documento *Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*. La crisis financiera puso de manifiesto lagunas en las técnicas y herramientas necesarias para el proceso complejo y multidimensional de resolver de forma ordenada la insolvencia o crisis de una entidad de crédito transfronteriza. El informe, publicado por vez primera con fines consultivos en septiembre de 2009, contiene una decena de recomendaciones en tres ámbitos: el refuerzo de las facultades de resolución nacionales y su aplicación transfronteriza, la planificación de contingencia en cada entidad y la reducción del contagio.

Creación y mejora de los sistemas de seguro de depósitos

En junio de 2009, el Comité y la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos emitieron *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*, un documento que responde a la necesidad de contar con sistemas de seguro de depósitos eficaces que contribuyan a preservar la confianza del público en épocas de crisis. Al ocuparse de asuntos como la cobertura, la financiación y el reembolso puntual, estos principios constituyen una referencia importante para establecer o reformar los sistemas de seguro de depósitos.

Ampliación del Comité

En 2009, el Comité de Basilea y su órgano de gobierno —el Grupo de Gobernadores de Bancos Centrales y Responsables de Supervisión— tomaron medidas destinadas a mejorar la capacidad de Comité para cumplir su misión mundial. Aprobaron ampliar el número de jurisdicciones participantes y, con ello, el número de miembros del Comité, invitando a integrarse en él a representantes de Hong Kong RAE y Singapur y de los países del G-20 que aún no estaban representados: Arabia Saudita,

Argentina, Australia, Brasil, China, Corea, la India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía. El Comité de Basilea lo integran ahora 27 jurisdicciones, representadas por 44 bancos centrales y autoridades supervisoras.

Comité de Basilea: www.bis.org/bcbs

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 CGFS está formado por los Subgobernadores y otros altos cargos de 23 bancos centrales de economías avanzadas y de mercado emergentes, junto con el Asesor Económico del BPI.

El análisis de las respuestas de los sectores público y privado a la crisis financiera determinó la labor del Comité en el periodo examinado. En concreto, varios grupos del CGFS analizaron aspectos específicos de los mercados internacionales bancarios y de financiación, y sus informes se publicaron durante el primer semestre de 2010:

- Un grupo de estudio conjunto del CGFS y el Comité de los Mercados investigó el comportamiento de los mercados transfronterizos de financiación durante la crisis y posibles vías para aumentar su resistencia.
- Un grupo de estudio del CGFS analizó los cambios en las estrategias de financiación y en la gestión de la liquidez de las entidades de crédito internacionales en respuesta a la crisis financiera.
- Un grupo de estudio del CGFS analizó el papel de las prácticas de constitución y reposición de márgenes de garantía y de imposición de descuentos de valoración en las transacciones con derivados extrabursátiles y en las operaciones de préstamo de valores, y recomendó medidas para mitigar la prociclicidad derivada de dichas prácticas.

Asimismo, el CGFS investigó las implicaciones del desarrollo de marcos e instrumentos macroprudenciales para los bancos centrales.

El Comité finalizó un examen sobre mejoras de las estadísticas de transferencia del riesgo de crédito y, en marzo de 2010, también creó un grupo *ad hoc* para estudiar diversas solicitudes de mejora de las estadísticas del BPI recopiladas bajo sus auspicios.

Además de estas iniciativas especiales, el CGFS continuó llevando a cabo su seguimiento ampliado de cuestiones como:

- las limitaciones de los balances de las principales entidades de crédito y sus consecuencias para la oferta de crédito;
- las condiciones del mercado de financiación y el impacto de las medidas extraordinarias adoptadas por los bancos centrales; y
- los efectos en el sistema financiero del incremento de la deuda pública y de la preocupación de los mercados por el riesgo de crédito soberano.

CGFS: www.bis.org/cgfs

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación

El Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) contribuye al fortalecimiento de la infraestructura de los mercados financieros mediante la promoción de sistemas de pago, compensación y liquidación seguros y eficientes. El CPSS, que en este ejercicio amplió su composición para incluir a 25 bancos centrales de economías desarrolladas y de mercado emergentes, está presidido por William C. Dudley, Presidente y Consejero Delegado del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

El CPSS, en colaboración con el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV), revisó sus *Recomendaciones para entidades de contrapartida central* con objeto de proporcionar orientaciones sobre su aplicación a las entidades de contrapartida central (ECC) que efectúan compensaciones de derivados extrabursátiles (OTC), ya que, cuando este documento se publicó en 2004, las recomendaciones se referían a derivados cotizados en bolsa. Por consiguiente, la creación de nuevas ECC para derivados OTC como *swaps* de incumplimiento crediticio ha hecho necesario revisar cómo las diferencias entre ambos tipos de derivados —los cotizados en bolsa y los extrabursátiles— afectan a la forma de aplicar las recomendaciones. El CPSS y la OICV también están proporcionando orientaciones para el diseño y mantenimiento de registros de operaciones en los mercados de derivados OTC.

Asimismo, el CPSS y la OICV iniciaron un examen exhaustivo de sus tres principales conjuntos de normas: los *Principios básicos para los sistemas de pago sistémicamente importantes* (2001), las *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores* (2001) y las mencionadas *Recomendaciones para entidades de contrapartida central* (2004). Este examen tiene por objeto aplicar la experiencia adquirida desde la publicación de las normas —en especial durante la crisis financiera— para aclarar, ampliar y en los casos necesarios endurecer las normas y las orientaciones que las acompañan. El documento de consulta incorporará también las nuevas orientaciones para ECC y registros de operaciones con derivados OTC.

El Comité siguió facilitando la cooperación entre bancos centrales no pertenecientes a él y aportó su ayuda y experiencia a las reuniones de trabajo y seminarios sobre sistemas de pago organizados en colaboración con organizaciones regionales de bancos centrales.

CPSS: www.bis.org/cpss

Comité de los Mercados

El Comité de los Mercados, presidido por Hiroshi Nakaso, Gobernador Asistente del Banco de Japón, es un foro de altos cargos de 21 bancos centrales donde se realiza un seguimiento conjunto de la evolución de los mercados financieros y se evalúan sus consecuencias para el funcionamiento de los mercados y las operaciones de los bancos centrales.

El repunte de los mercados financieros mundiales tras la crisis, junto con la desigual recuperación de la economía real y las crecientes dificultades fiscales de algunos países, determinaron durante el pasado ejercicio los

debates del Comité, que examinó los factores que impulsaron la reactivación de los mercados monetario, de crédito y de activos, y el papel que desempeñaron las ayudas del sector público. En particular, el tema central de las deliberaciones del Comité siguió siendo la aplicación de políticas extraordinarias por parte de los bancos centrales, ya fuera para aliviar los desajustes de los mercados o para relajar las condiciones monetarias, aunque con el tiempo el enfoque se fue desplazando hacia la preparación de una salida futura de estas medidas. La calma relativa que reinó durante el periodo analizado también concedió más tiempo al Comité para debatir cuestiones estructurales a más largo plazo, como las implicaciones de las propuestas de reforma del mercado de derivados OTC.

Asimismo, el Comité participó en dos grupos de estudio con el CGFS. El primero examinó las cuestiones conceptuales y prácticas relacionadas con las políticas extraordinarias de los bancos centrales y el segundo evaluó el funcionamiento y la resistencia de los mercados de financiación transfronteriza durante la reciente crisis. En marzo de 2010, este último grupo de estudio publicó un informe al respecto. El Comité actualizó su *MC compendium: monetary policy frameworks and central bank market operations*, e intervino en la elaboración de la Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad en los Mercados de Divisas y de Derivados realizada por el BPI en 2010.

Comité de los Mercados: www.bis.org/markets

Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales

El BPI apoya los estudios sobre el diseño de los bancos centrales, en tanto que instituciones públicas, acogiendo en su sede el Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, que preside Stanley Fischer, Gobernador del Banco de Israel. Este Grupo, junto con la Red de Buen Gobierno de los Bancos Centrales —mecanismo informal que facilita el intercambio de información sobre asuntos de buen gobierno entre los bancos centrales y el BPI—, conforman el Foro sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, cuya secretaría acoge el BPI.

El año pasado el Grupo publicó un informe, titulado *El buen gobierno en los bancos centrales*, que pasa revista a los actuales mecanismos de buen gobierno de los bancos centrales de todo el mundo y debate las cuestiones que se suscitan al adoptar decisiones sobre el mandato, la estructura y las operaciones de un banco central.

Al margen del informe, la labor del grupo se centró en las implicaciones que conllevan para el buen gobierno las cambiantes responsabilidades de los bancos centrales en materia de estabilidad financiera: las responsabilidades macroprudenciales que puede asumir un banco central y la relación entre éstas y el gobierno de la institución. Asimismo, el BPI continuó proporcionando información sobre buen gobierno a los bancos centrales que la requirieron, a través de una página de Internet de acceso restringido.

Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales

Sesenta y seis bancos centrales y organizaciones internacionales y regionales formalmente implicadas en asuntos de banca central son miembros institucionales del Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales, presidido por Manuel Marfán, Vicepresidente del Banco Central de Chile. Este Comité proporciona a los economistas y expertos en estadística de los bancos centrales un foro en el que tratar cuestiones estadísticas y temas relacionados con la estabilidad monetaria y financiera.

En agosto el Comité organizó 10 sesiones con motivo del 57º Congreso Mundial bienal del Instituto Internacional de Estadística celebrado en Durban, Sudáfrica, además de patrocinar, con el Banco de la Reserva de Sudáfrica, un seminario para los bancos centrales de la Comunidad para el Desarrollo de África Meridional, sobre el tema de las exigencias estadísticas para favorecer la integración económica y financiera de la región en el contexto de la crisis financiera mundial. Asimismo, el Comité patrocinó dos reuniones de trabajo regionales sobre medición de la inflación, una destinada a los bancos centrales de Asia asociados al Centro de Estudios y Formación de los Bancos Centrales del Sudeste Asiático (SEACEN), y la otra dirigida a los bancos centrales del Gulf Cooperation Council. También organizó, en colaboración con Eurostat y la Asociación Internacional de Estadísticas Oficiales, una conferencia sobre cuestiones metodológicas relacionadas con índices de precios de la vivienda.

IFC: www.bis.org/ifc

Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos

La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI) 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. Entre las principales actividades de la IADI se cuentan las siguientes:

- mejorar la comprensión de los intereses y cuestiones comunes relacionados con los fondos de garantía de depósitos;
- elaborar orientaciones para mejorar la eficacia de dichos sistemas;
- facilitar el intercambio de conocimientos sobre el seguro de depósitos a través de cursos de capacitación, divulgación y programas educativos; y
- asesorar sobre la creación y mejora de sistemas eficaces para el seguro de depósitos.

Actualmente, 78 organizaciones de todo el mundo participan en las actividades de la IADI, 60 de ellas son aseguradores de depósitos y el resto bancos centrales y otros organismos 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 junio de 2009, la IADI y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en colaboración con el European Forum of Deposit Insurers (EFDI), emitieron los primeros *Principios Básicos para sistemas de seguro de depósitos eficaces*

de carácter internacional, diseñados como referencia para que las jurisdicciones refuercen sus sistemas de seguro de depósitos y desarrollen otros nuevos. En la actualidad, la IADI, el BCBS y el FMI están colaborando en la elaboración de una metodología aplicable a estos Principios Básicos que puedan emplear tanto el FMI —en el marco de su Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF)—, para evaluar y mejorar los sistemas nacionales de seguro de depósitos, como el FSB, para sus evaluaciones *inter pares*. El EFDI, la Comisión Europea y el Banco Mundial también participan en este esfuerzo, cuya culminación se prevé para finales de 2010. Una vez terminada la metodología, el FSB tiene programado incluir los Principios Básicos en su Compendio de Normas.

A petición del FSB, la IADI y el FMI elaboraron un documento titulado *Unwinding temporary deposit insurance arrangements*, en el que se identificaban actuaciones concretas emprendidas por varias jurisdicciones para mejorar los sistemas de seguro de depósitos en respuesta a la crisis financiera y medidas adoptadas hasta la fecha para retirar los dispositivos temporales y las garantías totales.

La IADI prosiguió su estrecha colaboración con el FSI en el desarrollo conjunto de programas de capacitación y conferencias para aseguradores de depósitos, supervisores del sector financiero y bancos centrales de todo el mundo. La Asociación, junto con el FSI y el BCBS, auspiciaron la Octava Conferencia Anual del BPI, celebrada en septiembre de 2009, en torno a los *Principios Básicos para sistemas de seguro de depósitos eficaces*. En ella se sometió a consideración la forma en que estos Principios Básicos podrían aplicarse a la supervisión y al seguro de depósitos, requisitos previos para la eficacia de los sistemas, principios concretos y experiencias de quienes los ponen en práctica, y se debatieron los siguientes pasos en el proceso: la aplicación y la evaluación. Durante la conferencia, la IADI organizó la Exposición Internacional del Seguro de Depósitos, dirigida al intercambio de material de capacitación y estudios.

La IADI también se asoció con el FSI para ofrecer a sus miembros seminarios copatrocinados, como el dedicado a asuntos relacionados con la disolución de bancos transfronterizos, así como conferencias y recursos de aprendizaje virtual.

El Research and Guidance Committee (RGC) de la IADI, en colaboración con el Departamento Monetario y Económico del BPI, ha desarrollado una base de datos mundial sobre sistemas de seguro de depósitos que es uno de los elementos fundamentales de las prioridades de investigación de la IADI. Esta base de datos gestionará la información recabada por las encuestas de la IADI sobre sistemas de seguro de depósitos de todo el mundo, como los recientes estudios sobre intervenciones para proteger a los depositantes mediante el aumento de los límites de cobertura o las garantías públicas generales (*blanket guarantees*) y sobre cuestiones estratégicas de los sistemas y procesos de distribución de beneficios. El RGC también ha publicado documentos de orientación sobre buen gobierno, concienciación pública y financiación, así como dos artículos (titulados *Deposit insurance coverage* y *Organizational risk management*

for deposit insurers) y cuatro Planes de Investigación para su consulta pública.

En su octavo año de vida, la IADI ha seguido organizando foros para los aseguradores de depósitos y otros participantes en las redes de seguridad, con actividades como un programa de desarrollo de capacidades y un Executive Training Program para suplir las deficiencias del programa de seguro de depósitos (gestión de reclamaciones, herramientas para poder hacer frente al pago rápido de reclamaciones, cuestiones transfronterizas y disolución de entidades de crédito en dificultades). El programa del seminario de capacitación sobre disolución bancaria cubría el método para determinar la alternativa menos onerosa (*least-cost test*) de disolución bancaria, las disoluciones de entidades de crédito grandes y pequeñas, y el empleo de bancos puente y custodios para lograr un proceso de disolución ordenado.

Los siete comités regionales de la IADI y las 12 organizaciones asociadas congregaron a profesionales en eventos como la Conference on Bank Insolvency in the Caribbean: Law and Best Practice (para el Caribe) y los seminarios titulados Understanding the Fundamentals of Islamic Banking and Deposit Insurance (región de Oriente Medio y África septentrional y Asia), The Role of Deposit Insurance in the Current Crisis (América Latina) y Design of Deposit Insurance Systems (África), así como en varias conferencias de divulgación.

IADI: www.iadi.org

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros

La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS), con sede en el BPI desde 1998, es el organismo internacional normativo para la supervisión prudencial del sector asegurador y 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 ha participado activamente en la evaluación de las repercusiones de la crisis financiera sobre el sector asegurador y en la respuesta a las recomendaciones de reforma normativa realizadas por el FSB y el G-20. La IAIS estableció el Comité de Estabilidad Financiera con el objetivo primordial de debatir cuestiones relativas a la estabilidad financiera y apoyar la participación de la IAIS en el FSB. Las actividades de dicho Comité consisten, entre otras, en informar sobre el riesgo sistémico y el sector asegurador, considerar las herramientas macroprudenciales y elaborar propuestas de supervisión macroprudencial.

El Foro Conjunto —el grupo de trabajo que agrupa al BCBS, la OICV y la IAIS— publicó en enero de 2010 su informe titulado *Review of the differentiated nature and scope of financial regulation*, y los nuevos frentes de trabajo que éste abrió están siendo sometidos a consideración.

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 compañías de seguros reguladas. El proyecto del Consejo Internacional de Normas de Contabilidad sobre el tratamiento contable de los contratos de seguro seguirá contando con la participación activa de la IAIS.

En 2009, la IAIS adoptó un documento de análisis titulado *The roles of and relationship between the actuary and the external auditor in the preparation and audit of financial reports*, donde se comenta la relación entre el actuario y el auditor externo en la elaboración y auditoría de informes financieros desde la perspectiva del supervisor de seguros, y se debaten las funciones y responsabilidades de ambos, la comunicación, la emisión de informes, la relación entre el auditor externo y el supervisor de seguros, las normas profesionales y las titulaciones y regulaciones.

Suficiencia de capital y solvencia

En octubre de 2009, la IAIS adoptó una norma y un documento de orientación titulado *The structure of capital resources for solvency purposes*. Este último esboza una serie de enfoques que podría adoptar un supervisor para determinar los recursos de capital.

Buen gobierno y cumplimiento

En julio de 2009, la IAIS adoptó un documento de análisis titulado *Corporate governance*, elaborado en colaboración con la OCDE, donde se analizan las estructuras de buen gobierno, las funciones del consejo de administración, las funciones de control, la función actuarial y la auditoría, la divulgación y la transparencia, las relaciones con las partes interesadas, y las interacciones con el supervisor.

Supervisión de grupos

En octubre de 2009, la IAIS adoptó el documento de orientación titulado *The use of supervisory colleges in group-wide supervision*, en el que se estudian los colegios de supervisores como mecanismos para facilitar la cooperación y el intercambio de información entre los supervisores implicados, así como la coordinación de las actividades de supervisión para el conjunto de un grupo. Este documento de orientación complementa al adoptado en 2008, con el título *The role and responsibilities of a group-wide supervisor*.

Grupos aseguradores con presencia internacional

En enero de 2010, el Comité Ejecutivo de la IAIS aprobó la creación de un Marco Común para la supervisión de grupos aseguradores internacionales (ComFrame). El ComFrame será un marco multilateral que irá más allá de los enfoques reguladores de cada jurisdicción o región: proporcionará parámetros para evaluar la estructura y las líneas de negocio de los grupos desde una

perspectiva de gestión del riesgo, establecerá requisitos cuantitativos y cualitativos específicos y focalizados, aunque no basados en normas, y cubrirá los ámbitos que requieren cooperación y coordinación entre supervisores. El ComFrame debería aumentar la consistencia, comparabilidad y armonización de la supervisión realizada por las distintas jurisdicciones sobre los grupos aseguradores con presencia internacional. La IAIS desarrollará el ComFrame en los próximos tres años y posteriormente emprenderá una evaluación de su impacto.

Reaseguro

Los reaseguradores de todo el mundo son importantes para el funcionamiento eficiente de los mercados de seguros, ya que refuerzan en última instancia la seguridad de los aseguradores cedentes, protegiendo así a sus clientes y contribuyendo a la estabilidad financiera en general.

El *Global Reinsurance Market Report* que elabora anualmente la IAIS es un informe basado en datos únicos aportados por más de 50 de las mayores reaseguradoras del mundo, que colaboran activamente con la IAIS en sus esfuerzos por mejorar la comprensión, regulación y supervisión de este sector financiero clave. El informe de 2009 indicó que, pese a las actuales turbulencias financieras, el mercado mundial de reaseguros ha vuelto a dar muestras de solidez y resistencia. En junio de 2009, la IAIS publicó la edición correspondiente al primer semestre del informe titulado *Developments in (re)insurance securitisation*, que complementó el informe final del ejercicio con un análisis cualitativo de las principales características, funciones y acontecimientos en el mercado de titulización de seguros.

Memorando multilateral de entendimiento

El memorando multilateral de entendimiento (MMoU) de la IAIS es un marco para la cooperación y el intercambio de información a fin de mejorar la eficacia de la supervisión transfronteriza de las compañías de seguros, y se espera que también contribuya a los esfuerzos mundiales por mejorar la regulación de las instituciones financieras de importancia sistémica. El MMoU entró en vigor en junio de 2009, y en marzo de 2010 ocho autoridades de supervisión de seguros eran signatarias del mismo, y estaba evaluándose la solicitud de adhesión de otras 16 autoridades.

Capacitación

Cada año la IAIS organiza, en colaboración con el FSI, las autoridades nacionales de supervisión de seguros y otros organismos, entre 10 y 12 seminarios y reuniones de trabajo regionales con el fin de ayudar a los supervisores de seguros a implementar sus principios y estándares. El FSI ha empezado asimismo a publicar cursos en línea dedicados a la supervisión del sector asegurador.

IAIS: www.iaisweb.org

Instituto para la Estabilidad Financiera

Para cumplir su mandato de fomentar la estabilidad financiera en todo el mundo, el Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) del BPI desarrolla un programa de actividades, organizadas en dos frentes, diseñado para difundir estándares y mejores prácticas en el ámbito de la supervisión.

Reuniones, seminarios y conferencias

El primer componente del programa del FSI consiste en su prestigiosa serie de reuniones de alto nivel, seminarios y conferencias dirigidas a supervisores de los sectores bancario y asegurador. En 2009, el FSI organizó 52 eventos de este tipo en todo el mundo, muchos de ellos en colaboración con grupos de supervisores regionales. En respuesta a la reciente crisis financiera y a la revisión de las principales normas emprendida por los organismos de normalización, el FSI hizo especial hincapié en cuestiones directamente relacionadas con la reforma de la regulación financiera. Más de 2.000 representantes de bancos centrales y agencias de supervisión bancaria y de seguros participaron en los eventos de 2009. El FSI continuó celebrando también sus reuniones de alto nivel para Subgobernadores de bancos centrales y directores de autoridades supervisoras en África, Asia, América Latina y Oriente Medio, en las que, además de cubrir los actuales asuntos de supervisión financiera, como la implementación de Basilea II, se analizaron la crisis financiera y algunas respuestas regulatorias, como la perspectiva macroprudencial en la regulación y supervisión.

FSI Connect

El segundo componente de su programa es FSI Connect, una herramienta de información y aprendizaje en línea dirigida a supervisores del sector financiero con todo tipo de bagaje y especialización, que en la actualidad incluye más de 175 cursos sobre una amplia gama de asuntos. Más de 200 bancos centrales y autoridades supervisoras están suscritos a FSI Connect, lo que representa más de 8.000 usuarios. En 2009 prosiguió la segunda fase de desarrollo de FSI Connect, con el lanzamiento en octubre de los 10 primeros cursos específicamente dedicados a la supervisión del sector asegurador y el inicio de las labores de desarrollo de cursos en línea para la IADI.

Estudios y estadísticas

El BPI lleva a cabo estudios y análisis sobre asuntos de interés para los bancos centrales y, cada vez más, también para las autoridades supervisoras del sector financiero. La mayoría de estos trabajos se difunden a través de las publicaciones periódicas del Banco, como el *Informe Anual*, el *Informe Trimestral* y sus series *BIS Papers* y *Working Papers*, así como a través de publicaciones externas en revistas especializadas y de la página del BPI en Internet (www.bis.org). Además, el servicio de estudios prepara la documentación de fondo para las reuniones de altos cargos de bancos centrales y realiza funciones de análisis y secretaría para los diversos grupos que acoge el BPI en su sede de Basilea.

El BPI también recopila, compila, analiza y difunde entre los bancos centrales y el público en general datos estadísticos sobre los principales elementos del sistema financiero internacional. El FSB y el FMI han hecho recomendaciones al G-20 sobre las lagunas informativas y la crisis financiera, y los debates en diversos foros sobre el seguimiento de dichas recomendaciones han demostrado la importancia de las actividades estadísticas del BPI y la necesidad de seguir reforzándolas en ámbitos estratégicos.

Enfoque de los estudios

De conformidad con la misión del Banco, sus estudios se centran en la estabilidad monetaria y financiera. Al igual que el año pasado, uno de los principales temas de trabajo de este año fue la crisis financiera mundial, sus causas, su dinámica y sus implicaciones para las políticas. Una de las líneas de investigación se sirvió de las estadísticas bancarias internacionales del BPI para arrojar algo de luz sobre las turbulencias, al ser la única fuente capaz de ayudar a identificar la escasez de dólares estadounidenses en los mercados internacionales. Dicha escasez subrayaba la dependencia de financiación a corto plazo en divisas cruzadas que sufrían los bancos, con sus consiguientes perturbaciones para los mercados de *swaps* de divisas. Las estadísticas del BPI también permitieron rastrear los cambios en los patrones geográficos de la banca internacional asociados a la crisis.

Una segunda línea de investigación se centró en las políticas de respuesta a corto plazo ante la crisis, entre ellas los paquetes de ayuda financiera y las medidas extraordinarias de política monetaria. Esta labor fue complementada con estudios sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria, especialmente el impacto de las variaciones de las tasas de interés en la asunción de riesgo.

Una tercera línea de investigación exploró las políticas de respuesta a largo plazo dentro de los marcos regulador y supervisor, incluidas algunas propuestas para aplicar una orientación macroprudencial más firme: metodologías para medir el riesgo sistémico, calibrado de herramientas prudenciales según la importancia sistémica de las instituciones financieras y mecanismos para imponer requerimientos de capital anticíclicos.

Los expertos del BPI estudiaron también posibles mejoras de la infraestructura financiera, como el uso de entidades de contrapartida central para los derivados y mecanismos para reforzar las actividades de titulización.

El servicio de estudios del BPI organiza conferencias y reuniones de trabajo que suelen congregarse a altos responsables de las políticas, académicos de renombre y agentes del mercado. La Conferencia Anual del BPI, que se ha convertido en un escenario fundamental para este tipo de reuniones, abordó en su octava edición de junio de 2009 las interacciones entre el sistema financiero y la macroeconomía, revisando este tema, tratado dos años atrás, a la luz de las nuevas perspectivas surgidas de la crisis. En septiembre, el BPI y el BCE organizaron conjuntamente una conferencia sobre política monetaria y estabilidad financiera.

Estadísticas financieras internacionales

La crisis financiera ha demostrado que el sector bancario plantea serios riesgos sistémicos. Las estadísticas bancarias internacionales del BPI han resultado particularmente útiles para realizar el seguimiento y análisis de las vulnerabilidades financieras. Los datos, recopilados por el BPI en colaboración con bancos centrales, cubren las actividades internacionales de casi 7.000 entidades bancarias de unos 40 países. El año pasado, se añadieron dos países a la lista de encuestados, Chipre y Sudáfrica, y se están realizando esfuerzos para garantizar la participación de los pocos bancos centrales del G-20 que todavía no proporcionan estos datos al BPI.

El BPI pone a disposición del público estadísticas elaboradas sobre la base tradicional del lugar de residencia, siguiendo los criterios de clasificación de la balanza de pagos, así como estadísticas consolidadas, que rastrean las exposiciones transfronterizas de bancos internacionales con sede en un país concreto. Los conjuntos de datos son complementarios y se presentan desglosados por divisas, vencimientos e instrumentos, así como por sector y país de la entidad de contrapartida.

La Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad en los Mercados de Divisas y de Derivados de 2010, elaborada en colaboración con más de 50 bancos centrales participantes, medirá el promedio diario de transacciones en los mercados financieros en abril de 2010 y las cantidades en circulación en junio de 2010.

Registro de datos

El Banco proporciona también un registro centralizado de datos estadísticos (Banco de Datos del BPI) que abarca a casi todos los bancos centrales miembros del BPI, a través del cual las instituciones participantes comparten datos macroeconómicos clave. Dada la atención prestada a cuestiones de estabilidad financiera, se han adoptado medidas para mejorar la cobertura de estos datos en diversos ámbitos. En respuesta a las recomendaciones del FSB y del FMI, un número creciente de bancos centrales están aceptando publicar los datos nacionales de sus informes sobre precios de la vivienda en la página del BPI en Internet.

Iniciativas estadísticas internacionales

El BPI ha seguido colaborando activamente con otras organizaciones internacionales y agencias nacionales e internacionales de estadística. El BPI, junto con el BCE, Eurostat, el FMI, la OCDE, Naciones Unidas y el Banco Mundial, forma parte del Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics, al que se ha asignado la tarea de realizar el seguimiento de una serie de recomendaciones efectuadas por el FSB y el FMI al G-20 relativas a lagunas informativas y la crisis financiera. Este grupo también patrocina, junto con el FMI, una nueva página de datos en Internet, denominada Principal Global Indicators. El Grupo de Trabajo sobre Bases de Datos de Valores (Working Group on Securities Databases), integrado por

el BCE, el BPI y el FMI, publicó en mayo de 2009 la primera parte del *Handbook on securities statistics*, que se refiere a la emisión de títulos de deuda.

El BPI está representado en varios comités internacionales sobre estadísticas, entre ellos el Balance of Payments Committee y el Reference Group on Financial Soundness Indicators del FMI, el Comité de Estadísticas y el Grupo de Trabajo sobre Estadísticas Financieras de la OCDE, la Comisión de Estadística de la ONU y el Comité de Estadísticas del BCE y sus diversos grupos de trabajo. Todos estos grupos trabajaron durante el año pasado para abordar las lagunas informativas destapadas por la convulsión financiera.

El BPI, en colaboración con el Banco Mundial, el FMI y la OCDE, mantiene un Centro de Información Conjunto sobre Deuda Externa (Joint External Debt Hub), que consolida información sobre deuda externa procedente de acreedores y deudores. El BPI participa en el patrocinio del Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX), que elabora y mantiene normas técnicas y orientaciones de contenido para la divulgación de información estadística. El BPI y algunos bancos centrales han empezado a utilizar el SDMX para proporcionar acceso a sus estadísticas desde sus páginas de Internet en formatos electrónicos normalizados. El SDMX se emplea también para todos los intercambios de datos entre el BPI y los bancos centrales que participan en el programa de estadísticas financieras internacionales y en el Banco de Datos del BPI.

Otras iniciativas de bancos centrales respaldadas por el BPI

El BPI presta su apoyo a agrupaciones e iniciativas de capacitación de bancos centrales, así como a la cooperación entre bancos centrales en los ámbitos de disuasión de las falsificaciones, tecnologías informáticas y auditoría interna.

Agrupaciones regionales e institutos de capacitación de bancos centrales

El BPI contribuye a las actividades de las agrupaciones regionales de bancos centrales poniendo a su disposición para sus reuniones a ponentes expertos en diferentes materias, algunos procedentes de las secretarías de los grupos con sede en Basilea y de las Oficinas de Representación del BPI. Este año intervinieron en:

- el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (flujos de capital, sistemas de pago, gestión de reservas);
- los Bancos Centrales del Sudeste Asiático (medición de la inflación, sistemas de pago, política macroeconómica y monetaria);
- el Instituto de Gestión Macroeconómica y Financiera de África Oriental y Meridional (operaciones de mercado abierto, sistemas de pago, gestión de reservas);
- el Gulf Cooperation Council (medición de la inflación); y
- el Centre Africain d'Études Supérieures en Gestion (programa Masters in Banking and Finance).

Los expertos del BPI también participaron en eventos organizados por:

- el Instituto Multilateral de Viena;
- el International Banking and Finance Institute del Banco de Francia;
- el Centre for Central Banking Studies del Banco de Inglaterra; y
- el Study Centre del Banco Nacional de Suiza en Gerzensee.

A finales de 2009 terminó oficialmente el mandato del BPI para apoyar el proceso de coordinación de cooperación técnica y formación para los bancos centrales de antiguas economías planificadas.

Grupo de Bancos Centrales de Disuasión de las Falsificaciones

El Grupo de Bancos Centrales de Disuasión de las Falsificaciones (CBCDG) examina las amenazas para la seguridad de los billetes bancarios y propone soluciones comunes 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 y ocasionalmente actúa como su agente en acuerdos contractuales.

Grupo de Expertos en Informática

El Grupo de Expertos en Informática (GCE) está formado por una serie de bancos centrales miembros del BPI de países industriales y centros financieros y proporciona un foro bianual en el que los bancos centrales comparten su experiencia técnica y organizativa en el campo informático.

Algunos de los temas comunes en ambas reuniones el año pasado fueron el continuo impacto de la crisis financiera sobre la organización informática de los bancos centrales, el uso creciente de la virtualización para reducir el número de servidores y los costes y necesidades de espacio que conllevan, el acceso remoto seguro y los preparativos en caso de pandemia. En las sesiones también se trató la adopción de tecnologías informáticas ecológicas y la migración en curso desde unidades centrales de procesamiento hacia entornos de procesamiento distribuido.

Asimismo, el Grupo de Trabajo sobre Asuntos de Seguridad (WPSI) se reúne dos veces al año para tratar asuntos relacionados con la seguridad informática. Las amenazas a la seguridad no han disminuido durante el pasado año, y los sistemas informáticos de los bancos centrales están sufriendo más ataques específicamente dirigidos a ellos. El intercambio de información entre bancos centrales contribuirá a aumentar la eficacia de las alertas sobre este tipo de ataques y la protección contra ellos. Desde la perspectiva del WPSI, los bancos centrales deben seguir dirigiendo su atención hacia la seguridad de las comunicaciones y la planificación de la continuidad de la actividad.

Audidores internos de bancos centrales

Los auditores internos de una serie de bancos centrales de países industriales se reúnen periódicamente para intercambiar experiencias y conocimientos. En junio de 2009, se celebró la 23ª Conferencia Plenaria Anual de Directores de Auditoría Interna, auspiciada por el BPI y el Banco Nacional de Suiza, en la que se analizaron asuntos como los cambios y las tendencias en los controles internos, la subcontratación, las prácticas de gestión del talento en auditoría interna, la organización de las funciones de cumplimiento y la gestión del riesgo empresarial. Asimismo, dos veces al año, el BPI acoge las reuniones del Grupo de Trabajo sobre Metodologías para Auditorías Informáticas.

Además, 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 septiembre de 2009, el Banco de Tailandia acogió la sexta reunión de jefes de auditoría interna de bancos centrales de la región Asia-Pacífico, cuyos debates se centraron en la auditoría de las actividades de la sala de negociación, la prevención del fraude y el empleo de técnicas de auditoría continua.

Servicios financieros del Banco

El BPI ofrece una amplia gama de servicios financieros específicamente diseñados para ayudar a bancos centrales y a otras autoridades monetarias oficiales a gestionar sus reservas internacionales. Alrededor de 130 de estas instituciones, así como algunas organizaciones internacionales, utilizan activamente nuestros servicios.

La seguridad y la liquidez son características clave de nuestros servicios de intermediación crediticia, que se insertan en un riguroso marco interno de gestión del riesgo. De conformidad con las mejores prácticas, una unidad independiente de control de riesgos, que informa directamente al Director General Adjunto del BPI, supervisa los riesgos de crédito, liquidez y mercado, al tiempo que una unidad de cumplimiento y riesgo operacional controla los riesgos relativos a la operativa del Banco.

Gama de servicios prestados

Para dar respuesta a las variadas y cambiantes necesidades de los bancos centrales, el BPI ofrece una amplia gama 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 instrumentos negociables, los Instrumentos de Renta Fija en el BPI (FIXBIS) e Instrumentos a Medio Plazo (MTI), con vencimientos comprendidos entre una semana y cinco años, y productos estructurados con cláusulas de opcionalidad incorporadas. El BPI también ofrece a los bancos centrales facilidades de liquidez a corto plazo y créditos, normalmente con garantías. Además, asume funciones de fideicomisario y de agente depositario de garantías (véase más adelante).

El Banco realiza operaciones con oro y divisas por cuenta de sus clientes, proporcionándoles acceso a una amplia base de liquidez en el contexto de reajustes periódicos de sus carteras de reservas o cambios importantes en la composición por monedas de sus reservas de divisas, entre otros. Los servicios de gestión de divisas que presta el Banco incluyen operaciones al contado en las principales monedas y en Derechos Especiales de Giro (DEG), así como *swaps*, toma directa de posiciones a plazo, opciones y depósitos en moneda dual (DCD). Además, el Banco ofrece servicios de gestión de oro como cuentas a la vista, depósitos a plazo fijo, cuentas reservadas, aquilatamiento y refinado, así como cambio de ubicación.

El BPI presta servicios de gestión de activos en títulos soberanos e instrumentos crediticios de renta fija de elevada calificación, ya sea mediante un mandato discrecional de gestión de cartera celebrado directamente entre el BPI y el cliente, o bien mediante una estructura de fondo abierto (*BIS Investment Pool* o BISIP) que permite a los clientes invertir en un fondo común de activos. Ambas posibilidades se ofrecen en mandatos de moneda única o multdivisa en las principales monedas de reserva: dólar de Estados Unidos, euro, libra esterlina y yen. En el caso de mandatos multdivisa, el inversionista puede optar entre carteras con cobertura de tipo de cambio en la moneda base o carteras sin cobertura.

Los mandatos discretivos se diseñan según las preferencias concretas de cada cliente en cuanto a directrices de inversión y referentes. En cambio, los BISIP se asemejan a un fondo de inversión colectiva de capital variable, aunque especialmente adaptados a los criterios de inversión típicos de bancos centrales e instituciones internacionales. 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 desde dos salas de negociación interconectadas, una situada en su sede de Basilea y la otra en su Oficina Asiática de Hong Kong RAE.

El Departamento Bancario del BPI también acoge reuniones, seminarios y talleres de trabajo a escala mundial y regional sobre asuntos relacionados con la gestión de reservas. Estos encuentros facilitan el intercambio de conocimientos y experiencias entre los gestores de reservas y promueven el desarrollo de técnicas de inversión y gestión de riesgos en bancos centrales y organizaciones internacionales.

Operaciones financieras en 2009/10

Tras un prolongado periodo de turbulencias, los mercados financieros comenzaron a dar muestras más claras de recuperación en el segundo trimestre de 2009. Con este transfondo más favorable, los depósitos en monedas del Banco se estabilizaron en 195.800 millones de DEG, después de haberse contraído en 38.900 millones de DEG en el ejercicio anterior.

El balance total se incrementó ligeramente, en 3.500 millones de DEG, en 2009/10, tras la contracción de 55.800 millones de DEG del ejercicio anterior, ascendiendo a 258.900 millones de DEG a 31 de marzo de 2010.

Pasivo

El pasivo del Banco está básicamente compuesto por depósitos en monedas y en oro de nuestros clientes (véase el gráfico). A 31 de marzo de 2010, las posiciones de los clientes (excluidos contratos con pacto de recompra, *repos*) valían 227.800 millones de DEG, frente a los 220.300 millones al cierre del ejercicio anterior. Alrededor del 86% de estas inversiones están denominadas en monedas y el resto en oro.

Los depósitos en monedas pasaron de 197.200 millones de DEG hace un año a 195.800 millones de DEG a finales de marzo de 2010, lo que representa aproximadamente el 3,2% del total de reservas de divisas en todo el mundo, valoradas en casi 5,3 billones de DEG (4,5 billones de DEG a finales de marzo de 2009)². Las posiciones en dólares de Estados Unidos representaron el 67% del total, y los fondos en euros y en libras esterlinas el 22% y 5% respectivamente.

La contracción neta de las inversiones en monedas de nuestros clientes obedeció principalmente a los descensos registrados en la inversión en MTI y en cuentas a la vista y con preaviso (39% y 9% respectivamente), así como al incremento en los depósitos a plazo fijo (80%).

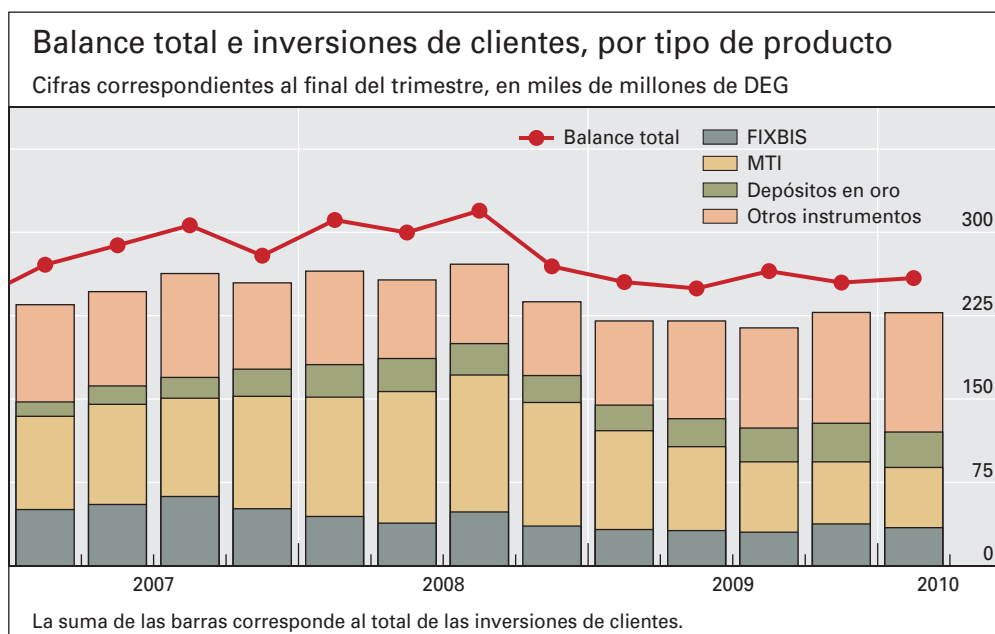
Los depósitos en oro se situaron en 32.100 millones de DEG al cierre del ejercicio, 9.000 millones más que el año anterior.

Por regiones, la mayor parte de la inversión provino de clientes asiáticos.

Activo

El activo del BPI se compone en su mayoría de títulos de deuda pública o semipública, incluidos *repos* a la inversa y, en un grado similar al del pasado ejercicio, inversiones en bancos comerciales internacionales con elevada calificación. Además, a 31 de marzo de 2010 el Banco contabilizaba 120 toneladas de oro fino. Sus posiciones crediticias se gestionan de forma conservadora, de manera que al cierre del ejercicio la mayoría tenían calificación A- o superior (véase la nota 3 sobre «Riesgo de crédito» de la sección «Gestión de riesgos» de los estados financieros).

² Se excluyen del cálculo los fondos correspondientes a instituciones para las que no se dispone de datos sobre reservas de divisas.



En esa misma fecha, los activos en monedas mantenidos por el Banco ascendían a 200.000 millones de DEG, una cifra inferior a los 209.300 millones de DEG contabilizados al cierre del pasado ejercicio.

El BPI recurre a diversos instrumentos derivados para gestionar de forma más eficiente sus activos y pasivos (véase la nota 7 a los estados financieros).

Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales

El Banco continuó actuando de fideicomisario para los bonos de consolidación 1990–2010 de los empréstitos Dawes and Young (para 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 2009 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 4,6 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.

Oficinas de Representación

El BPI cuenta con una Oficina de Representación para Asia y el Pacífico (la Oficina Asiática) situada en Hong Kong, Región Administrativa Especial de la República Popular de China, y con una Oficina de Representación para

las Américas (la Oficina de las Américas) en Ciudad de México. Las Oficinas de Representación fomentan la cooperación con cada una de estas regiones organizando reuniones, realizando estudios sobre políticas y fomentando el intercambio de información y datos. Además, la Oficina Asiática presta servicios bancarios a las autoridades monetarias de la región.

La Oficina Asiática

El BPI abordó los retos para las políticas de bancos centrales accionistas en Asia-Pacífico convocando reuniones de alto nivel y elaborando estudios en la materia. En agosto de 2009, como colofón a su Programa trienal de Investigación sobre Asia, el Banco organizó, con el Banco Popular de China, una conferencia de investigación para Gobernadores titulada «La crisis financiera internacional y los retos para las políticas en Asia y el Pacífico». Tras la conferencia, el Banco dotó de mayor permanencia a la investigación en Asia y dividió sus recursos en dos grupos, uno dedicado a la estabilidad monetaria y otro a la estabilidad financiera.

La Oficina Asiática, junto con el Departamento Monetario y Económico y el Departamento Bancario del BPI, celebró 11 importantes actos, a menudo junto con un banco central o en colaboración con la EMEAP (Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico) o la organización SEACEN (Bancos Centrales del Sudeste Asiático). Entre ellos destacan la conferencia de gobernadores antes mencionada, que se celebró en agosto de 2009 en Shanghái; el quinto seminario de alto nivel sobre mercados financieros, organizado junto con el Banco Central de Malasia en Kota Kinabalu en diciembre de 2009; y la Reunión Especial de Gobernadores, organizada con el Banco de la Reserva de Australia (RBA) en Sidney en febrero de 2010.

Asimismo, el Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) y la EMEAP celebraron en Tokio la sexta reunión de alto nivel de su Grupo de Trabajo conjunto sobre supervisión bancaria. La reunión llevó por título «Lecciones de la crisis financiera: una perspectiva internacional y asiática».

El Consejo Consultivo Asiático y la Reunión Extraordinaria de Gobernadores del BPI en Asia

El Consejo Consultivo Asiático (ACC), creado en 2001 como órgano asesor del Consejo del BPI, siguió ofreciendo a los Gobernadores de los bancos centrales accionistas del BPI en la región Asia-Pacífico un medio eficaz de comunicación con el Consejo y un foro crítico para asesorar a la Oficina Asiática. Bajo la presidencia de Zeti Akhtar Aziz, Gobernador del Banco Central de Malasia, el ACC celebró dos reuniones durante el año, en las que los Gobernadores aportaron valiosas sugerencias para futuras reuniones y estudios.

En febrero de 2010, el BPI organizó su Reunión Especial de Gobernadores en Sidney, coincidiendo con los actos conmemorativos del 50 aniversario del Banco de la Reserva de Australia. Como en ocasiones anteriores, a los 12 representantes de bancos centrales de la región se unieron Gobernadores de otros muchos países. Los debates giraron en torno a la reciente evolución

económica y financiera, las estrategias de salida a adoptar a medida que las economías de la región se recuperan y las políticas que se imponen para reforzar la capacidad de reacción de los sistemas financieros.

La actividad bancaria y los Fondos Asiáticos de Bonos

Los bancos centrales asiáticos siguieron haciendo buen uso de los servicios prestados por la tesorería regional en la sala de negociación de la Oficina Asiática. De hecho, cada vez más bancos centrales de la región contratan a través de la tesorería una gama de productos más amplia. Además de ofrecer estos productos, el Departamento Bancario del BPI trabaja para reforzar su gestión de la continuidad de la actividad, en la que la Oficina Asiática juega un papel clave. A este respecto, se ha transferido más personal desde Basilea al *back-office* de Hong Kong. Además, en 2010 se han realizado nuevas pruebas de intercambio de recursos y de continuidad de la actividad en las operaciones bancarias de la Oficina Asiática para garantizar que, ante una interrupción de la actividad en Basilea, las tareas críticas seguirían realizándose a través de la tesorería regional.

En tanto que administrador de fondos, el BPI participó en el segundo Fondo Asiático de Bonos (ABF2), una iniciativa de la EMEAP que persigue el desarrollo de los mercados de bonos de la región en moneda local. En marzo de 2005, los 11 bancos centrales que componen el EMEAP aportaron parte de sus reservas internacionales como capital semilla para invertir en bonos soberanos o con garantía del Estado de ocho economías de la región. En junio de 2009, el Pan Asia Bond Index Fund (PAIF) entró a cotizar en la bolsa de Tokio como fondo abierto. El patrimonio neto del fondo alcanzó los 3.520 millones de dólares estadounidenses a finales de marzo de 2010, frente a los 2.860 millones a finales de marzo de 2009. La inversión privada creció hasta situarse en 797 millones de dólares a finales de marzo de 2010, en comparación con los 427 millones registrados en la misma fecha del año anterior. Las tenencias de los bancos centrales pasaron de 2.430 a 2.720 millones de dólares en ese mismo periodo.

Programa de investigación en la Oficina Asiática

En la elección de proyectos de investigación en la Oficina Asiática influyeron los retos que están planteando a las autoridades la persistente crisis financiera internacional y la incipiente recuperación en Asia y el Pacífico. Se ha avanzado en una serie de proyectos de investigación orientados a ayudar a las autoridades regionales a mejorar su política y sus operaciones monetarias, desarrollar sus mercados financieros, mantener la estabilidad financiera y fortalecer su política prudencial.

A comienzos del ejercicio 2009/10 la labor de investigación se dirigió a los efectos de la crisis financiera internacional sobre la región y a los retos de política asociados. Más adelante, el interés investigador se desplazó hacia las consecuencias para las políticas a raíz del liderazgo de la región en la recuperación de la economía mundial.

En el frente de la estabilidad monetaria, la Oficina Asiática se centró en identificar y valorar los nuevos retos de política monetaria que se planteaban

a los bancos centrales de la región. En concreto se examinó la capacidad de los diversos marcos de política monetaria de la región para alcanzar bajos niveles de inflación, se exploraron las principales vías de contagio para la región puestas de manifiesto por la crisis, y se profundizó en la comprensión de los retos que plantean las entradas de capitales para los bancos centrales de la región.

En el frente de la estabilidad financiera, la investigación se centró en los canales de contagio en los mercados financieros, analizándose por ejemplo el impacto que tienen los cambios en la preferencia por el riesgo a lo largo del tiempo sobre la valoración del riesgo soberano o la interacción entre mercados de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) y mercados de bonos al contado. Asimismo se analizaron métodos para identificar instituciones financieras de importancia sistémica en la región, como complemento al seguimiento continuo de los efectos que tendrían las propuestas de revisión de los marcos supervisores sobre las instituciones financieras de la región. Otra línea de investigación fue la eficacia de las políticas aplicadas para aliviar la inestabilidad del sistema financiero, incluido un estudio sobre la dotación de provisiones para préstamos incobrables en la región.

Partiendo de las sólidas bases sentadas por el Programa de Investigación sobre Asia, siguieron organizándose estudios conjuntos sobre asuntos de interés para los bancos centrales y supervisores de la región con casi todos los bancos centrales accionistas del BPI en Asia y el Pacífico, así como con las asociaciones regionales de bancos centrales. Estos estudios, además de utilizarse en numerosas reuniones organizadas con bancos centrales de la región, también dieron lugar a diversos artículos publicados en revistas especializadas y en el *Informe Trimestral del BPI*.

La Oficina de las Américas

Las economías de América Latina y el Caribe se vieron afectadas de diversas maneras por la crisis financiera internacional surgida en los principales países desarrollados. Las autoridades e investigadores de la región han mostrado un especial interés en los recientes análisis y debates internacionales sobre cómo revisar las principales normas y reforzar la estabilidad financiera. Así pues, la Oficina de las Américas centró sus esfuerzos en seguir de cerca la situación para detectar posibles contagios en las economías de América Latina y el Caribe y en difundir por la región los estudios y análisis acometidos en el BPI.

Como en el pasado, la Oficina ha centrado sus esfuerzos no sólo en los bancos centrales miembros del BPI, sino también en otros bancos centrales, autoridades reguladoras y la comunidad académica mediante diversos contactos y eventos. Todas estas actividades originaron numerosas publicaciones.

La Oficina volvió a patrocinar algunos actos de la reunión anual de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (LACEA). En 2009, estos eventos incluyeron un panel de debate con la participación de académicos, consejeros de bancos centrales regionales y antiguos Gobernadores, así como sesiones paralelas en las que se analizaron documentos de investigación.

La Oficina también coorganizó reuniones de bancos centrales de la región y contribuyó a ellas. Entre otras, la Reunión de Economías Abiertas, auspiciada por el Banco Central de la República Dominicana; la del Grupo de Trabajo sobre Política Monetaria en América Latina, convocada en el Banco Central de Chile; un encuentro sobre gestión de riesgos en administración de reservas, en colaboración con el Banco Central de Brasil, y diversos cursos de formación organizados por el Instituto para la Estabilidad Financiera en colaboración con agrupaciones regionales de supervisores. En noviembre de 2009, la Oficina acogió diversos seminarios y sesiones del Grupo de Expertos en Informática.

Diversos miembros de la Oficina intervinieron como oradores en conferencias y reuniones organizadas por bancos centrales y organizaciones de la región, como el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) y el Comité Regional Latinoamericano de la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI-LARC).

Consejo Consultivo para las Américas

La Oficina presta servicios de secretaría al Consejo Consultivo para las Américas (CCA), constituido en mayo de 2008 para asesorar al Consejo de Administración del BPI y compuesto por los Gobernadores de los bancos centrales del continente americano pertenecientes al BPI. El CCA estuvo presidido hasta enero de 2010 por Martín Redrado, entonces Gobernador del Banco Central de Argentina, y desde marzo de 2010 lo está por Henrique de Campos Meirelles, Gobernador del Banco Central de Brasil.

Los miembros del CCA reciben información periódica sobre las labores desarrolladas por el BPI y la Oficina de las Américas en la región y se les invita a opinar sobre las actividades en curso. La iniciativa más destacada del CCA el pasado ejercicio fue la conferencia de investigación que organizó en marzo de 2010 titulada «Riesgo sistémico, comportamiento de los bancos y regulación a lo largo de ciclo económico», en la que participaron los bancos centrales del CCA y algunos académicos bajo los auspicios del Banco Central de Argentina.

Gobierno y gestión del BPI

El gobierno y la gestión del Banco se llevan a cabo en tres niveles principales:

- la Asamblea General de bancos centrales miembros;
- el Consejo de Administración; y
- la Alta Dirección.

El BPI tiene su sede en Basilea (Suiza). Al cierre del ejercicio financiero, su personal estaba integrado por 589 personas procedentes de 54 países.

La Asamblea General de bancos centrales miembros

Cincuenta y seis bancos centrales y autoridades monetarias son actualmente miembros del BPI³ y gozan de derechos de voto y representación en sus Asambleas Generales. La Asamblea General Anual (AGA) se celebra dentro de los cuatro meses siguientes al cierre del ejercicio financiero del BPI el 31 de marzo. En ella se decide la distribución del dividendo y el beneficio del BPI, se aprueba el informe anual y cuentas del Banco, se ajustan las asignaciones que perciben los miembros del Consejo y se designan los auditores externos del Banco.

El Consejo de Administración del BPI

El Consejo de Administración está compuesto por 19 consejeros y cuenta con la ayuda de cuatro subcomités integrados por miembros del propio Consejo: el Comité Administrativo, el Comité de Auditoría, el Comité Bancario y de Gestión de Riesgos, y el Comité de Nombramientos. Las principales responsabilidades del Consejo son fijar el rumbo de la estrategia y de las políticas del Banco y supervisar a la Alta Dirección.

En las páginas que siguen se enumeran las instituciones accionistas del BPI y la composición de su Consejo de Administración.

³ Tras las reformas constitucionales que transformaron la República Federal de Yugoslavia en febrero de 2003, la situación jurídica de la emisión yugoslava de capital del BPI ha estado en proceso de revisión. Tras la decisión adoptada por el Consejo de Administración en septiembre de 2009, que entró en vigor el 23 de octubre de ese mismo año, el Banco Nacional de Serbia pasó a ser el 56º accionista del BPI y a ejercitar los derechos correspondientes a la antigua emisión yugoslava, red denominada como emisión Serbia.

Bancos centrales miembros del BPI

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 Central de la República 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	Banco Nacional de Serbia
Bangko Sentral ng Pilipinas (Filipinas)	Autoridad Monetaria de Singapur
Banco de Finlandia	Banco de la Reserva de Sudáfrica
Banco de Francia	Sveriges Riksbank (Suecia)
Banco de Grecia	Banco Nacional de Suiza
Autoridad Monetaria de Hong Kong	Banco de Tailandia
Magyar Nemzeti Bank (Hungría)	Banco Central de la República de Turquía

Consejo de Administración del BPI

Christian Noyer, París

Presidente del Consejo de Administración

Hans Tietmeyer, Fráncfort del Meno

Vicepresidente

Ben S. Bernanke, Washington

Mark Carney, Ottawa

Mario Draghi, Roma

William C. Dudley, Nueva York

Philipp Hildebrand, Zúrich

Stefan Ingves, Estocolmo

Mervyn King, Londres

Jean-Pierre Landau, París

Henrique de Campos Meirelles, Brasilia

Guy Quaden, Bruselas

Fabrizio Saccomanni, Roma

Masaaki Shirakawa, Tokio

Jean-Claude Trichet, Fráncfort del Meno

Paul Tucker, Londres

Axel A. Weber, Fráncfort del Meno

Nout H. E. M. Wellink, Ámsterdam

Zhou Xiaochuan, Pekín

Suplentes

Andreas Dombret o Karlheinz Bischofberger, Fráncfort del Meno

Paul Fisher o Michael Cross, Londres

Pierre Jaillet o Denis Beau, París

Donald L. Kohn o D. Nathan Sheets, Washington

Peter Praet o Jan Smets, Bruselas

Ignazio Visco, Roma

Comités del Consejo de Administración

Comité Administrativo, presidido por Hans Tietmeyer

Comité de Auditoría, presidido por Mark Carney

Comité Bancario y de Gestión de Riesgos, presidido por Stefan Ingves

Comité de Nombramientos, presidido por Christian Noyer

Cambios en la composición del Consejo de Administración

Christian Noyer, Gobernador del Banco de Francia, fue nombrado por el Consejo en marzo de 2010 como sucesor de Guillermo Ortiz en el cargo de Presidente del Consejo de Administración por un periodo de tres años desde el 7 de marzo de 2010. El mandato de Ortiz como Gobernador del Banco de México concluyó a finales de 2009, razón por la cual abandonó entonces su puesto en el Consejo del BPI y su cargo de Presidente del mismo.

En junio de 2009, el Consejo había reelegido por mandatos de tres años, hasta el 30 de junio de 2012, a Ortiz y otros tres miembros: Jean-Claude Trichet, Presidente del Banco Central Europeo; Nout H. E. M. Wellink, Presidente del Banco de los Países Bajos, y Zhou Xiaochuan, Gobernador del Banco de la República Popular de China.

En enero de 2010, el Consejo eligió a Henrique de Campos Meirelles, Gobernador del Banco Central de Brasil, como miembro del Consejo durante el tiempo restante del mandato de Ortiz.

A finales de 2009, Jean-Pierre Roth abandonó el cargo de Presidente del Consejo de Gobierno del Banco Nacional de Suiza y su puesto en el Consejo del BPI, al que había pertenecido desde 2001 y que había presidido de 2006 a 2009. Un mes antes de su jubilación, su sucesor en el cargo de Presidente del Banco Nacional de Suiza, Philipp Hildebrand, fue elegido como miembro del Consejo durante el tiempo restante del mandato de Roth, que finalizaba el 31 de marzo de 2010. En dicho mes, el Consejo reeligió a Hildebrand por un mandato de tres años, hasta el 31 de marzo de 2013.

Al término de su mandato, el 31 de diciembre de 2009, Alfons Vicomte Verplaetse, Gobernador Honorario del Banco Nacional de Bélgica, abandonó el Consejo, al que había pertenecido desde 1989 y que había presidido entre 1997 y 1999.

Ben S. Bernanke, Presidente del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal estadounidense, volvió a designar a William C. Dudley, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, por un periodo de tres años, hasta el 12 de septiembre de 2012. Mario Draghi, Gobernador del Banco de Italia, designó a Fabrizio Saccomanni, Director General del Banco de Italia, por un periodo de tres años, hasta el 31 de diciembre de 2012.

En septiembre de 2009, el Consejo reeligió a dos de sus miembros por periodos de tres años, hasta el 12 de septiembre de 2012: Mark Carney, Gobernador del Banco de Canadá, y Masaaki Shirakawa, Gobernador del Banco de Japón.

In memoriam

El Consejo expresó su profundo pesar por el fallecimiento de tres de sus antiguos consejeros: Johann Schöllhorn, que ocupó el cargo entre 1976 y 1989 y falleció el 6 de diciembre de 2009 a los 87 años de edad; Lord Richardson of Duntisbourne, miembro del Consejo entre 1973 y 1993, que falleció el 22 de enero de 2010 a los 94 años de edad; y Philippe Wilmès, consejero entre 1991 y 1999, fallecido el 24 de mayo de 2010 a los 72 años de edad.

En las reuniones bimestrales de mayo de 2010, el Consejo y otros Gobernadores de instituciones accionistas del BPI guardaron un minuto de

silencio en honor de Sławomir Skrzypek, Presidente del Banco Nacional de Polonia, fallecido en el trágico accidente aéreo acaecido el 10 de abril de 2010 en las proximidades de Smolensk. Skrzypek fue uno de los numerosos dignatarios polacos que perdieron la vida en dicho accidente.

Alta Dirección del BPI

La Alta Dirección del BPI se encuentra bajo la supervisión global del Director General, que es el responsable de la gerencia del Banco ante el Consejo de Administración. El Director General está asesorado por el Comité Ejecutivo del BPI, presidido por él mismo e integrado por el Director General Adjunto, los Jefes de los tres departamentos del BPI —la Secretaría General, el Departamento Bancario y el Departamento Monetario y Económico— y el Asesor Jurídico General.

Entre los altos cargos restantes se encuentran los Jefes Adjuntos de los tres departamentos y el Presidente del Instituto para la Estabilidad Financiera.

Director General	Jaime Caruana
Director General Adjunto	Hervé Hannoun
Secretario General y Jefe de la Secretaría General	Peter Dittus
Asesor Económico y Jefe del Departamento Monetario y Económico	Stephen G. Cecchetti
Jefe del Departamento Bancario	Günter Pleines
Asesor Jurídico General	Diego Devos
Secretario General Adjunto	Jim Etherington
Jefe Adjunto del Departamento Bancario	Louis de Montpellier
Jefe Adjunto del Departamento Monetario y Económico (Servicio de Estudios y Estadísticas)	Claudio Borio
Jefe Adjunto del Departamento Monetario y Económico (Políticas, Coordinación y Administración)	Philip Turner
Presidente, Instituto para la Estabilidad Financiera	Josef Tošovský

En enero de 2010, el Consejo volvió a designar a Hervé Hannoun como Director General Adjunto hasta el 31 de agosto de 2015.

Política presupuestaria del Banco

El proceso de elaboración del presupuesto del Banco para el ejercicio financiero siguiente comienza aproximadamente seis meses antes, cuando la Alta Dirección del Banco fija la orientación general de su actividad y establece un marco financiero. En este contexto, cada unidad de negocio especifica sus

planes y los recursos que necesitará para ejecutarlos. El proceso de conciliar planes de negocio, objetivos y recursos disponibles culmina con la elaboración de una propuesta presupuestaria, que deberá ser aprobada por el Consejo antes del inicio del nuevo ejercicio.

El presupuesto distingue entre gastos administrativos y gastos de inversión. Al igual que ocurre en organizaciones similares, los gastos del personal y de la Dirección, incluyendo remuneraciones, pensiones y seguros de salud y de accidentes, representan en torno al 70% de los costos de administración. Las otras grandes partidas de egresos son informática, telecomunicaciones, así como edificios y equipamiento, cada una de las cuales supone en torno al 10% de los gastos administrativos. El gasto de inversión se refiere principalmente a egresos relacionados con los edificios y la inversión en informática, pudiendo variar significativamente cada año⁴. La mayoría de los gastos de administración y de inversión del Banco se abona en francos suizos.

Los gastos de administración, antes de amortización, ascendieron en el ejercicio 2009/10 a 252,2 millones de francos suizos, un 2,7% por debajo de la cantidad presupuestada de 259,2 millones; por su parte, el gasto de inversión fue de 19,2 millones de francos suizos, 2,6 millones por debajo de lo presupuestado. Las principales fuentes de ahorro de costos administrativos fueron las partidas de gasto en pensiones, informática y telecomunicaciones⁵.

Los gastos de administración y de inversión en 2009/10 reflejaron la principal prioridad presupuestaria: reforzar la capacidad de reacción del Banco frente a la crisis financiera. En concreto, se adoptaron las siguientes medidas:

- Los recursos dedicados a la estabilidad financiera se incrementaron con la contratación de nuevo personal de apoyo a las actividades del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS).
- La máxima prioridad del Departamento Bancario y de las unidades de Control de Riesgos, Finanzas y Cumplimiento siguió siendo afrontar los efectos de la crisis financiera sobre la actividad bancaria del BPI. El trabajo en este ámbito se dirigió a controlar el tamaño de las operaciones bancarias y a mejorar su gestión mediante iniciativas para controlar los riesgos de forma integrada y mejorar la contabilidad para la dirección.

Además, el presupuesto para 2009/10 potenció actividades que amplían el alcance global del Banco, mediante el apoyo al Consejo Consultivo para las Américas y la creación de una unidad permanente de estudios económicos en la Oficina Asiática, tras haber concluido el Programa trienal de Investigación sobre Asia en septiembre de 2009.

⁴ Algunas de las instalaciones de la Torre en la que se encuentra el BPI se modernizaron este año después de más de 30 años de uso.

⁵ La contabilidad presupuestaria del Banco sigue el criterio de caja y excluye determinados ajustes contables financieros, en su mayoría relacionados con compromisos de desembolso por prestaciones de jubilación, que tienen en cuenta la evolución de los mercados financieros y los supuestos actuariales. Estos factores adicionales se incluyen en «Gastos de operación» de la Cuenta de pérdidas y ganancias (véase «Beneficio neto y su distribución»).

En marzo de 2010, el Consejo aprobó un aumento presupuestario del 0,9% en gastos de administración para el ejercicio 2010/11, hasta los 261,6 millones de francos suizos. También aprobó un incremento del presupuesto de inversión por valor de 1,6 millones de francos suizos, hasta los 23,5 millones.

El plan empresarial del Banco, en el que se basa el presupuesto administrativo propuesto para 2010/11, da continuidad al plan del año anterior y sigue dando prioridad al refuerzo de la respuesta del BPI frente a la crisis financiera mundial. El presupuesto contempla un nuevo aumento de los recursos humanos y financieros dedicados a cuestiones de estabilidad financiera, en concreto reforzando el apoyo al FSB y el BCBS.

La máxima prioridad del Departamento Bancario y de las unidades de Control de Riesgos, Finanzas y Cumplimiento será afrontar los efectos de la crisis financiera sobre el BPI. El trabajo de la unidad bancaria seguirá dirigiéndose hacia los siguientes ámbitos: gestión atenta del balance; mejora de la gestión del riesgo, de los controles operativos y de la contabilidad para la dirección, y refuerzo de las actividades de gestión de activos.

Política de remuneración del Banco

El trabajo que realiza el personal del BPI se evalúa mediante una serie de criterios objetivos, entre los que se encuentran la titulación, la experiencia y las responsabilidades, y se clasifica en distintas categorías laborales que se insertan en una estructura salarial por bandas. Cada tres años se elabora 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 se realizó en el segundo semestre de 2007. En los años en los que no se elabora, la estructura salarial se ajusta en función de la tasa de inflación en Suiza y del incremento medio ponderado de los salarios reales en países industriales. De este modo, el 1 de julio de 2009 la estructura salarial se elevó un 2,1%. 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 y 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 con sujeción a una serie de condiciones.

En cuanto a los empleados de las Oficinas de Representación del Banco, se distingue entre miembros del personal asignados en misión internacional conforme a la sede de Basilea y aquéllos contratados localmente para ocupar un puesto en ellas. Las condiciones laborales de los primeros se determinan conforme a la política del Banco para misiones internacionales, mientras que

para los segundos se ajustan a las condiciones del mercado local, si bien éstos últimos 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 la práctica actual de ajustar anualmente sus sueldos por la tasa de inflación de Suiza.

A 1 de julio de 2009, la remuneración anual de los principales altos cargos, antes de la asignación por desplazamiento, se basa en la estructura salarial siguiente:

- Director General⁶ 758.600 francos suizos
- Director General Adjunto 641.900 francos suizos
- Jefes de Departamento 583.550 francos suizos

La Asamblea General Anual aprueba la remuneración de los miembros del Consejo de Administración, que se revisa cada tres años. A 1 de abril de 2010, la remuneración anual fija percibida por el Consejo de Administración en su conjunto ascendía a 1.049.520 francos suizos. Además, los miembros del Consejo reciben un estipendio por cada sesión del Consejo a la que asisten. En el supuesto de que todos los consejeros estuvieran presentes en todas las sesiones del Consejo, el total anual de estos estipendios ascendería a 973.788 francos suizos.

Beneficio neto y su distribución

El Banco obtuvo un beneficio extraordinariamente elevado de 1.859,8 millones de DEG en su 80º ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010, lo que supone un sustancial aumento con respecto al beneficio del ejercicio anterior, que ascendió a 446,1 millones de DEG. El beneficio de este ejercicio, que no es probable que se repita en los próximos años, se logró en un contexto de recuperación de los mercados financieros mundiales y, en concreto, en los mercados de crédito, donde numerosos diferenciales frente al Libor se estrecharon hasta niveles no registrados desde septiembre de 2008. El escaso beneficio registrado el año anterior se obtuvo en medio de una agitación sin precedentes en los mercados tras los acontecimientos de septiembre de 2008, cuando varias instituciones financieras importantes quebraron o estuvieron a punto de declararse insolventes. A continuación se detallan los principales factores que explican el resultado del ejercicio 2009/10.

Principales factores del beneficio obtenido en 2009/10

En el ejercicio financiero 2009/10 los ingresos netos por intereses ascendieron a 1.431,2 millones de DEG, frente a los 1.601,9 millones del ejercicio anterior.

⁶ Además del salario base, el Director General percibe una asignación anual en concepto de representación y goza de derechos de jubilación especiales.

Este descenso se explica principalmente por la caída en el volumen medio de depósitos en monedas por parte de clientes. Los márgenes de intermediación, que habían mantenido su amplitud en los primeros seis meses del ejercicio, se estrecharon conforme se calmaba la agitación de los mercados en su segunda mitad. En estas circunstancias de más normalidad, se estrecharon tanto los diferenciales de interés sobre el Libor percibidos por el Banco en sus activos ponderados por riesgo como los diferenciales abonados por sus pasivos.

Las diferencias netas de valoración generaron una ganancia de 520,5 millones de DEG, frente a la pérdida de 1.181,7 millones en el ejercicio anterior. Esta ganancia de valoración obedece al estrechamiento de los diferenciales (aproximadamente 670 millones de DEG), que aumentó el valor razonable de los bonos en las carteras crediticias del Banco. La mayor parte de esta ganancia contable se generó en la primera mitad del ejercicio. Por su parte, la pérdida por efectos de valoración del ejercicio anterior se atribuyó principalmente al impacto de la extraordinaria ampliación de los diferenciales de rendimiento sobre las carteras de fondos prestados mantenidos por el Banco a consecuencia de la convulsión en los mercados financieros.

Los gastos de operación (véase la nota 25 a los estados financieros) ascendieron a 190,8 millones de DEG, un 14,6% por encima de los 166,5 millones del ejercicio anterior. Contabilizados en francos suizos, la moneda en la que se realizan la mayoría de los gastos de administración del Banco, los gastos de operación crecieron un 10,6%. El gasto de administración antes de amortización fue de 177,7 millones de DEG, un 15,1% por encima de los 154,4 millones del año anterior. La provisión por amortización (13,1 millones de DEG) superó en 1,0 millones la cifra del ejercicio 2008/09 (12,1 millones de DEG).

Como consecuencia de todo lo anterior, el beneficio de operación del Banco ascendió a 1.754,4 millones de DEG, es decir 1.509,1 millones por encima de los 245,3 millones de DEG contabilizados en 2008/09.

El Banco obtuvo a lo largo del ejercicio una ganancia neta de 105,4 millones de DEG por la venta de títulos de inversión, que había adquirido cuando las tasas de interés eran más elevadas. En 2008/09, la ganancia neta por dicho concepto fue de 123,8 millones de DEG, incluyendo la ganancia obtenida cuando la duración del índice de referencia de la cartera de valores se redujo de cuatro a tres años.

La cartera de activos de inversión en oro no registró enajenación alguna en el ejercicio 2009/10, mientras que en el ejercicio anterior la venta de cinco toneladas del oro propio del Banco reportó 77,0 millones de DEG.

Como resultado de estos factores, el beneficio neto del ejercicio 2009/10 ascendió a 1.859,8 millones de DEG, una cifra que supera en 1.413,7 millones los 446,1 millones de DEG obtenidos el ejercicio anterior.

Movimientos en el patrimonio del Banco

Además de las partidas recogidas en la Cuenta de pérdidas y ganancias, las pérdidas y ganancias no realizadas en las carteras de inversión del Banco en

oro y valores se contabilizan, respectivamente, en la cuenta de revaluación del oro y en la cuenta de revaluación de títulos, integrándose el resultado de ambas en el patrimonio del Banco.

La cuenta de revaluación de títulos se redujo en 112,5 millones de DEG debido a las pérdidas netas no realizadas en la cartera de valores de inversión (-7,1 millones de DEG) y al traslado a la Cuenta de pérdidas y ganancias de las ganancias realizadas por la venta de valores (-105,4 millones de DEG).

La cuenta de revaluación de oro se incrementó en 456,8 millones de DEG gracias a las ganancias no realizadas en la autocartera de oro del Banco (120 toneladas), atribuibles a la apreciación interanual del precio del oro.

Teniendo en cuenta estas ganancias, el resultado total⁷ del Banco en 2009/10 fue de 2.204,1 millones de DEG, lo que representa una rentabilidad del 14,9% sobre su patrimonio medio (14.795 millones). En 2008/09 el resultado total fue de 757,6 millones de DEG y la rentabilidad sobre su patrimonio medio (13.149 millones) fue del 5,8%. Considerando el pago del dividendo de 2008/09, el patrimonio del Banco creció en 2.059,4 millones de DEG en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2010, frente al incremento de 612,9 millones de DEG contabilizado en 2008/09.

Propuesta de reparto de dividendo

El Consejo de Administración ha revisado en el ejercicio 2009/10 la política de dividendos del BPI, valorando las necesidades de capital del Banco y el interés de sus accionistas por obtener una rentabilidad adecuada y sostenible sobre su inversión en acciones del BPI. Al configurar la nueva política de dividendos, el Consejo adoptó una serie de principios rectores.

- Primero, la necesidad del Banco de mantener una sólida base de capital en todo momento, incluso en situaciones de tensión financiera.
- Segundo, el dividendo debe ser relativamente estable, ajustarse a un nivel sostenible y evolucionar de manera predecible cada año.
- Tercero, si bien la política de dividendos del Banco debe ofrecer una orientación a medio plazo, el dividendo debe reflejar las circunstancias financieras prevalecientes en el Banco y ha de seguir decidiéndose en el seno del Consejo.

La política de dividendos, que volverá a ser examinada por el Consejo de Administración dentro de cinco años, tiene en cuenta ahora los requerimientos de suficiencia de capital del Banco en vez del porcentaje de beneficios repartidos en forma de dividendo. Dicha política incorpora:

- un dividendo ordinario sostenible conforme a la política de dividendos a medio plazo decidida *ex ante*, que aumenta a razón de 10 DEG cada año;
- un dividendo complementario, que se decidirá *ex post*, manteniendo en todo caso el nivel de apalancamiento y de capital económico dentro de los límites deseados.

⁷ El resultado total se recoge como «Resultado integral total» en el cuadro titulado «Estado del resultado integral» en la página 167 de los estados financieros.

Esta política garantizará que los beneficios no distribuidos son suficientes para acrecentar la base de capital del Banco a una tasa que permita respaldar la actividad del Banco y mantener su posición de capital con relación al tamaño de su balance y al capital económico que se le exige. En circunstancias normales, la nueva política comportará una progresión constante del dividendo anual, al tiempo que en años en los que los beneficios sean anormalmente altos o bajos permitirá conservar cierto grado de flexibilidad para seguir siendo operativa. Además, la aprobación definitiva del dividendo en el mes de mayo coincidirá con el resultado del proceso anual de asignación del capital económico (véase la nota 2 de la sección sobre suficiencia de capital en los estados financieros), lo que permitirá al Consejo aprobar el pago de un dividendo adecuado, velando al mismo tiempo por la fortaleza de la base de capital del Banco.

De conformidad con la nueva política de dividendos, la propuesta de distribución para el ejercicio 2009/10 es la siguiente:

- un dividendo ordinario de 285 DEG por acción, 20 DEG más que en el ejercicio 2008/09. Hasta el pasado año, el dividendo se incrementaba a razón de 10 DEG al año siguiendo la política a medio plazo acordada por el Consejo en 2005. El aumento de 20 DEG por acción este año comprende el incremento anual habitual de 10 DEG por acción y 10 DEG por acción adicionales para compensar por la ausencia de incrementos del dividendo en 2008/09; y
- un dividendo complementario de 400 DEG por acción, que se pagará en atención al beneficio neto extraordinariamente elevado obtenido en 2009/10.

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 1.859,8 millones de DEG del ejercicio financiero 2009/10 sea distribuido por la Asamblea General como sigue:

- (a) 374,1 millones de DEG al pago de:
 - un dividendo ordinario de 285 DEG por acción, lo que supone un total de 155,6 millones de DEG; y
 - un dividendo complementario de 400 DEG por acción, lo que supone un total de 218,5 millones de DEG.
- (b) 148,6 millones de DEG al fondo de reserva general⁸;
- (c) 12,0 millones de DEG al fondo de reserva especial para dividendos; y
- (d) 1.325,1 millones de DEG, que constituyen el remanente de los beneficios netos disponibles, al fondo de reserva de libre disposición.

De aprobarse estas propuestas, ambos dividendos serán pagaderos el 8 de julio de 2010 a los accionistas cuyos nombres consten en el registro

⁸ Dado que el fondo de reserva general cuadruplicó el capital desembolsado por el Banco a 31 de marzo de 2010, en virtud del Artículo 51 de los Estatutos del Banco ha de transferirse a dicho fondo el 10% del beneficio tras la distribución del dividendo, hasta que su saldo sea el quintuplo del capital desembolsado.

del Banco a 31 de marzo de 2010. El desembolso, en un pago único por importe de 685 DEG, se efectuará según las instrucciones de cada accionista en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en francos suizos.

El dividendo total se abonará a 546.125 acciones. El número de acciones emitidas y desembolsadas es de 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 2010. No se abonará ningún dividendo sobre estas acciones propias.

Informe de los auditores

Los estados financieros del Banco han sido debidamente auditados por Deloitte AG, quien ha confirmado que reflejan fielmente la situación financiera del Banco a 31 de marzo de 2010 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a dicha fecha. Este informe figura inmediatamente después de los estados financieros.

Estados financieros

a 31 de marzo de 2010

Los estados financieros que figuran en las páginas 166 a 222, correspondientes al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010, fueron aprobados el 10 de mayo de 2010 para su presentación en la Asamblea General Anual que se celebrará el 28 de junio de 2010. 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.

Jaime Caruana
Director General

Hervé Hannoun
Director General Adjunto

Los estados financieros, incluidas las notas que los acompañan, se han elaborado en inglés. En caso de duda, consúltese la versión inglesa.

Balance de situación

a 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2010	2009
Activo			
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	3	1.516,2	915,2
Oro y préstamos de oro	4	43.039,8	25.416,2
Letras del Tesoro	5	84.714,8	96.421,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	5	42.305,9	38.594,4
Préstamos y anticipos	6	19.288,6	18.512,7
Deuda pública y otros títulos	5	53.687,7	55.763,7
Instrumentos financieros derivados	7	10.114,7	13.749,1
Cuentas a cobrar	8	4.035,7	5.822,5
Terrenos, edificios y equipamiento	9	189,9	191,0
Total del activo		258.893,3	255.386,7
Pasivo			
Depósitos en monedas	10	195.755,1	197.222,2
Depósitos en oro	11	32.064,1	23.052,1
Instrumentos financieros derivados	7	4.187,4	6.816,8
Cuentas por pagar	13	10.792,4	14.211,5
Otros pasivos	14	319,0	368,2
Total del pasivo		243.118,0	241.670,8
Patrimonio neto			
Capital en acciones	15	683,9	683,9
Reservas estatutarias	16	10.668,7	10.367,3
Cuenta de pérdidas y ganancias		1.859,8	446,1
a deducir: Acciones propias en cartera	17	(1,7)	(1,7)
Otras partidas de patrimonio	18	2.564,6	2.220,3
Total de patrimonio		15.775,3	13.715,9
Total de pasivo y patrimonio		258.893,3	255.386,7

Cuenta de pérdidas y ganancias

para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2010	2009
Ingresos por intereses	20	4.051,9	8.254,9
Gastos por intereses	21	(2.620,7)	(6.653,0)
Ingresos netos por intereses		1.431,2	1.601,9
Diferencias netas de valoración	22	520,5	(1.181,7)
Ingresos netos por intereses y valoración		1.951,7	420,2
Ingresos netos por cuotas y comisiones	23	10,7	0,4
Pérdida neta por diferencia de cambio	24	(17,2)	(8,8)
Ingresos totales de operación		1.945,2	411,8
Gastos de operación	25	(190,8)	(166,5)
Beneficio de operación		1.754,4	245,3
Ganancia neta por venta de títulos disponibles para la venta	26	105,4	123,8
Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro	27	–	77,0
Beneficio neto para el ejercicio financiero		1.859,8	446,1
Ganancias por acción básicas y diluidas (en DEG por acción)	28	3.405,4	816,8

Estado del resultado integral

para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2010	2009
Beneficio neto para el ejercicio financiero		1.859,8	446,1
Ganancia/(pérdida) no realizada en títulos disponibles para la venta	18A	(112,5)	159,1
Ganancia no realizada en activos de inversión en oro	18B	456,8	152,4
Resultado integral total para el ejercicio financiero		2.204,1	757,6

Estado de flujo de efectivo

para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2010	2009
Flujo de efectivo por/(utilizado en) actividades de operación			
Ingresos por intereses y similares		4.875,0	6.710,8
Gastos por intereses y similares		(2.522,8)	(4.802,1)
Ingresos netos por cuotas y comisiones	23	10,7	0,4
Ingresos por transacciones en moneda extranjera	24	0,3	11,6
Gastos de operación pagados		(177,6)	(154,4)
Partidas distintas de flujos de caja incluidas en el beneficio de operación			
Diferencias de valoración del activo y pasivo de operación	22	520,5	(1.181,7)
Pérdida por diferencias de cambio por conversión	24	(17,5)	(20,4)
Provisión por deterioro de los activos en oro		–	(18,3)
Cambios de devengo y amortización		(921,2)	(288,4)
Cambios en activos y pasivos de operación			
Pasivos por depósitos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		3.220,0	(29.289,7)
Activos bancarios en monedas		6.472,1	44.724,0
Pasivos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso		(2.839,8)	(8.910,2)
Depósitos en oro		9.012,0	(6.049,3)
Activos bancarios en oro y por depósitos en oro		(17.170,5)	6.055,2
Cuentas por cobrar		(0,7)	(0,3)
Otros pasivos/cuentas pendientes de pago		339,9	41,8
Instrumentos financieros derivados netos		1.005,0	(5.733,6)
Flujo de efectivo neto utilizado en actividades de operación		1.805,4	1.095,4
Flujo de efectivo por/(utilizado en) actividades de inversión			
Variación neta de activos de inversión en monedas disponibles para la venta	5B	(606,4)	1.021,2
Variación neta de activos de inversión en monedas al valor razonable con cambios en resultados		131,1	15,0
Variación neta de títulos vendidos con pacto de recompra		–	(1.894,1)
Variación neta de activos de inversión en oro	4B	3,7	295,7
Adquisición neta de terrenos, edificios y equipamiento	9	(12,1)	(12,7)
Flujo de efectivo neto utilizado en actividades de inversión		(483,7)	(574,9)

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2010	2009
Flujo de efectivo utilizado en actividades de financiación			
Reparto de dividendos		(144,7)	(144,7)
Recompra de acciones en 2001 – pagos a antiguos accionistas		–	(0,1)
Flujo de efectivo neto utilizado en actividades de financiación		(144,7)	(144,8)
Total flujo de efectivo neto		1.177,0	375,7
Impacto neto de las fluctuaciones del tipo de cambio en el efectivo y equivalentes al efectivo		49,8	(23,2)
Variación neta del efectivo y equivalentes al efectivo		1.127,2	398,9
Variación neta del efectivo y equivalentes al efectivo		1.177,0	375,7
Efectivo y equivalentes al efectivo, al comienzo del ejercicio	29	1.311,8	936,1
Efectivo y equivalentes al efectivo, al cierre del ejercicio	29	2.488,8	1.311,8

Evolución del patrimonio del Banco

para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010

<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 a 31 de marzo de 2008		683,9	9.967,3	544,7	(1,7)	1.908,8	13.103,0
Resultado integral total	18	-	-	446,1	-	311,5	757,6
Pago del dividendo 2007/08		-	-	(144,7)	-	-	(144,7)
Distribución del beneficio 2007/08		-	400,0	(400,0)	-	-	-
Patrimonio a 31 de marzo de 2009		683,9	10.367,3	446,1	(1,7)	2.220,3	13.715,9
Resultado integral total	18	-	-	1.859,8	-	344,3	2.204,1
Pago del dividendo 2008/09		-	-	(144,7)	-	-	(144,7)
Distribución del beneficio 2008/09		-	301,4	(301,4)	-	-	-
Patrimonio a 31 de marzo de 2010, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		683,9	10.668,7	1.859,8	(1,7)	2.564,6	15.775,3
Propuesta de reparto de dividendos – ordinario	15	-	-	(155,6)	-	-	(155,6)
Propuesta de reparto de dividendos – complementario	15	-	-	(218,5)	-	-	(218,5)
Propuesta de transferencia a reservas		-	1.485,7	(1.485,7)	-	-	-
Patrimonio a 31 de marzo de 2010, tras la propuesta de distribución del beneficio		683,9	12.154,4	-	(1,7)	2.564,6	15.401,2

A 31 de marzo de 2010, las reservas estatutarias incluían primas de emisión por valor de 811,7 millones de DEG (2009: 811,7 millones de DEG).

Propuesta de distribución del beneficio

para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2010
Beneficio neto para el ejercicio financiero		1.859,8
Transferencia al fondo de reserva legal	16	–
Propuesta de reparto de dividendos sobre 546.125 acciones		
Ordinario: 285 DEG por acción		(155,6)
Complementario: 400 DEG por acción		(218,5)
Propuesta de reparto de dividendo total		(374,1)
Propuesta de transferencia a reservas:		
Fondo de reserva general	16	(148,6)
Fondo de reserva especial para dividendos	16	(12,0)
Fondo de reserva de libre disposición	16	(1.325,1)
Saldo después de las transferencias a reservas		–

La propuesta de distribución del beneficio se realiza conforme a lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco.

Evolución de las reservas estatutarias del Banco

para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	Notas	Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva de libre disposición	2010 Total de reservas estatutarias
Saldo a 31 de marzo de 2009		68,3	3.049,8	154,0	7.095,2	10.367,3
Distribución del beneficio 2008/09	16	–	30,1	–	271,3	301,4
Saldo a 31 de marzo de 2010, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		68,3	3.079,9	154,0	7.366,5	10.668,7
Propuesta de transferencia a reservas	16	–	148,6	12,0	1.325,1	1.485,7
Saldo a 31 de marzo de 2010 tras la propuesta de distribución del beneficio		68,3	3.228,5	166,0	8.691,6	12.154,4

Crterios contables

Salvo indicación en contrario, los criterios contables descritos a continuación se han aplicado a los dos ejercicios financieros aquí recogidos.

1. Ámbito de los estados financieros

Los estados financieros aquí recogidos abarcan todos los activos y pasivos controlados por el Banco que le otorgan beneficios económicos, derechos y obligaciones.

Así pues, no se incluyen aquellos activos y pasivos a nombre del Banco que no estén bajo su control y que no le otorguen beneficios económicos, derechos u obligaciones. En la nota 32 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. Los beneficios y las pérdidas se convierten a DEG a un tipo de cambio medio. Las diferencias de cambio originadas en la reconversión de los activos y pasivos monetarios y en la liquidación de operaciones se contabilizan como ganancias o pérdidas netas por diferencia de cambio en la Cuenta de pérdidas y ganancias.

4. Clasificación de instrumentos financieros

Una vez identificado el instrumento financiero, éste se clasifica en una de las siguientes categorías:

- Préstamos concedidos y cuentas por cobrar
- Activos y pasivos financieros al valor razonable con cambios en resultados
- Activos financieros disponibles para la venta
- Pasivos financieros 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 realizado la operación, según se describe en la Sección 5 más adelante.

La categoría 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 lo cambiará de categoría.

5. Estructura 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 bancarios y derivados 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 tasas de interés y de divisas.

El Banco designa 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 y con preaviso en otros bancos, 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 concedidos y cuentas por cobrar, mientras que sus pasivos financieros en oro se clasifican como pasivos financieros al costo amortizado.

B. Carteras de inversión

Estas carteras se componen de activos, pasivos y derivados relacionados principalmente con la inversión del patrimonio 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 un conjunto de bonos de referencia (*benchmark*) con un objetivo de duración fijo.

Excepto para los activos en monedas descritos en el párrafo siguiente, los activos en monedas (distintos de efectivo y cuentas a la vista y con preaviso en otros bancos) se clasifican como disponibles para la venta. Los títulos relacionados vendidos con pacto de recompra se clasifican como pasivos financieros al costo amortizado.

Además, el Banco mantiene parte de su patrimonio en carteras que gestiona de forma más activa. Los activos en monedas de estas carteras son activos de negociación, por lo que se designan al valor razonable con cambios en resultados.

El resto del patrimonio del Banco se mantiene en oro. Las tenencias de oro propio 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 con preaviso

Las cuentas con preaviso son activos monetarios a corto plazo, con un plazo de preaviso que no suele superar los tres días. Se contabilizan en el Balance como «Préstamos y anticipos».

Su naturaleza a corto plazo hace que se consideren como préstamos concedidos y cuentas por 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 al costo amortizado y en el Balance de situación se contabilizan por el 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, por lo que registra ganancias y pérdidas realizadas con estos activos.

De conformidad con las políticas del Banco para la gestión de riesgos, el riesgo de mercado inherente a estas actividades se gestiona en base al valor razonable general, agrupando todos los activos, pasivos y derivados pertinentes de sus carteras bancarias en monedas. De este modo, las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas en 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 incongruencia 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 al valor razonable con cambios en resultados

Como se ha indicado antes, todos los pasivos por depósitos en monedas, a excepción de los pasivos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso, se designan 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 subsiguiente devengo de intereses por pagar y amortización de primas recibidas y descuentos abonados en la rúbrica «Gastos por intereses» en términos de tasas de interés efectivas.

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 al valor razonable con cambios en resultados

Los activos en monedas se componen de letras del Tesoro, títulos adquiridos con pacto de reventa, préstamos y anticipos, así como deuda pública y otros títulos.

Como se mencionó antes, el Banco clasifica todos los activos y pasivos relevantes de sus carteras bancarias en monedas como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados. Además, el Banco gestiona algunas carteras de inversión de forma activa. Los activos en monedas de estas carteras son activos de negociación, por lo que se designan al valor razonable con cambios en resultados.

En el momento de su contabilización, los activos en monedas clasificados como mantenidos al valor razonable con cambios en resultados se asientan en el Balance a su costo en la fecha de la operación. El subsiguiente devengo de intereses y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la partida «Ingresos por intereses», en términos de tasas de interés efectivas.

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, préstamos y anticipos, así como deuda pública y otros títulos.

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 primer momento, estos activos en monedas se contabilizan en el Balance a su costo en la fecha de la operación. El subsiguiente devengo de intereses y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la rúbrica «Ingresos por intereses», en términos de tasas de interés efectivas.

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 revaluación de títulos perteneciente a la rúbrica «Otras partidas de patrimonio» del Balance de situación. La oscilación del valor razonable se incluye en el Estado del resultado integral bajo la rúbrica «Ganancia/(pérdida) no realizada en títulos disponibles para la venta». Los beneficios obtenidos por su disposición se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo el epígrafe «Ganancia 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 cuando se realizan a plazo, se consideran derivados hasta su fecha de liquidación.

El tratamiento de las pérdidas y ganancias en oro realizadas y no realizadas se describe en la Sección 17 más adelante.

15. Préstamos de oro

Esta rúbrica incluye préstamos de oro a plazo fijo concedidos a bancos comerciales. El Banco considera el oro como un instrumento financiero.

Los préstamos de oro se contabilizan en el Balance de situación por su peso en oro en función de su fecha de operación (convertido a DEG utilizando el precio de mercado del oro y el tipo de cambio con el USD) más los intereses devengados.

Los intereses devengados sobre préstamos de oro se incluyen en «Ingresos por intereses» en términos de tasas de interés efectivas. El tratamiento de las pérdidas y ganancias en oro realizadas y no realizadas se describe en la Sección 17 más adelante.

16. 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.

Los depósitos en oro se contabilizan en el Balance de situación por su peso en oro en función de su fecha de operación (convertido a DEG utilizando el precio de mercado del oro y el tipo de cambio con el USD) más los intereses devengados.

Los intereses devengados sobre depósitos en oro se incluyen en «Gastos por intereses», en términos de tasas de interés efectivas. El tratamiento de las pérdidas y ganancias en oro realizadas y no realizadas se describe en la Sección 17 más adelante.

17. Pérdidas y ganancias en oro realizadas y no realizadas

El tratamiento de las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas en oro depende de su clasificación, según se describe a continuación.

A. Carteras bancarias: incluye depósitos en oro y activos bancarios en oro relacionados

El Banco clasifica los préstamos de oro de sus carteras bancarias como préstamos concedidos y cuentas por cobrar, y sus depósitos en oro como pasivos financieros 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 «Ganancia/(pérdida) neta por diferencia de cambio» como pérdida o ganancia neta por transacción.

Las pérdidas y 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 «Ganancia/(pérdida) neta por diferencia de cambio» como pérdida o ganancia neta por conversión.

B. Carteras de inversión: incluye activos de inversión en oro

El Banco clasifica y contabiliza los activos de inversión en oro que mantiene en las carteras de inversión como activos disponibles para la venta.

Las pérdidas y ganancias no realizadas de los activos de inversión en oro del Banco en relación a su costo estimado se llevan a la cuenta de revaluación del oro como patrimonio, contabilizándose en la rúbrica «Otras partidas de patrimonio» del Balance de situación. La oscilación del valor razonable se incluye en el Estado del resultado integral bajo la rúbrica «Ganancia no realizada en activos de inversión en oro».

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 en DEG al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003.

Las pérdidas y ganancias realizadas por la disposición 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 al valor razonable con cambios en resultados, se clasifican como instrumentos financieros al valor razonable con cambios en resultados. Cuando están relacionados con activos en monedas disponibles para la venta, se clasifican como pasivos financieros al costo amortizado.

En un primer momento, se contabilizan en el Balance a su costo en la fecha de la operación, incluyéndose el subsiguiente devengo de intereses por pagar en la rúbrica «Gastos por intereses», en términos de tasas de interés efectivas.

Con posterioridad a la fecha de la operación, los pasivos designados 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 tanto para gestionar el riesgo de mercado del Banco como con fines de negociación y se clasifican como instrumentos financieros al valor razonable con cambios en resultados.

En un primer momento, los derivados se contabilizan en el Balance a su costo en la fecha de la operación. El subsiguiente devengo de intereses y amortización de primas abonadas y descuentos recibidos se incluyen en la rúbrica «Ingresos por intereses», en términos de tasas de interés efectivas.

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 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 cambios en resultados, el primero se segrega del segundo con fines contables y se considera como un contrato derivado independiente, aplicándose el tratamiento antes descrito.

20. Criterios de valoración

Los criterios de valoración del Banco, que han sido aprobados por el Consejo de Administración, definen la manera de 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 equitativas.

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 y gestión de riesgos 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 equitativas, o bien pueden basarse en modelos financieros. Cuando se utilizan modelos financieros, el Banco intenta utilizar 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 aplican técnicas de valoración para determinar el valor razonable, los modelos utilizados se someten a la aprobación inicial y revisión periódica que exige la política de validación del Banco.

El Banco cuenta con una función independiente de control de las valoraciones, que comprueba periódicamente el valor de los instrumentos financieros, tomando en cuenta tanto la precisión de las valoraciones como las metodologías de valoración utilizadas. Otros controles 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. Los derivados se valoran en base al precio comprador-vendedor y, cuando sea necesario, las reservas de valoración se incluyen en los pasivos financieros derivados. El activo y pasivo financiero que no se contabiliza al valor razonable se incluye en el Balance de situación al costo amortizado.

21. Deterioro de activos financieros

En cada fecha de cierre del Balance, los activos financieros, distintos de los mantenidos al valor razonable con cambios en resultados, se valoran al objeto de detectar indicios de deterioro. Se considera que un activo financiero se ha deteriorado cuando existen pruebas objetivas de que sus flujos de efectivo se han reducido a consecuencia de algún acontecimiento ocurrido después de su consignación inicial. La prueba del deterioro podría consistir, entre otros, en dificultades financieras significativas, impagos o probable quiebra/reestructuración financiera de la contraparte o del emisor del activo financiero.

La pérdida por deterioro se contabiliza en la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo la rúbrica «Diferencias netas de valoración» en la medida en que la caída del valor razonable por debajo del coste de amortización no se considere transitoria. Si más tarde el importe de dicha pérdida disminuyera, la pérdida por deterioro anteriormente reconocida se ajustaría en la Cuenta de pérdidas y ganancias en la medida en que el importe en libros de la inversión no exceda del valor que hubiera tenido de no haberse reconocido tal deterioro.

22. Cuentas por cobrar y por pagar

Las cuentas por cobrar y por pagar consisten principalmente en importes a muy corto plazo correspondientes a la liquidación de operaciones financieras. En un primer momento se contabilizan por su valor razonable y a continuación se incluyen en el Balance a su costo amortizado.

23. Terrenos, edificios y equipamiento

El Banco inmoviliza el coste de sus terrenos, edificios y equipamiento. Este coste se amortiza linealmente durante la vida útil estimada de los activos correspondientes, del siguiente modo:

- Edificios: 50 años
- Instalaciones y maquinaria: 15 años
- Equipamiento informático: hasta 4 años
- Otro equipamiento: entre 4 y 10 años

Los terrenos no se amortizan. El Banco lleva a cabo exámenes anuales para evaluar el deterioro del valor de los terrenos, los edificios y el equipamiento. En caso de que el importe en libros de un activo sea mayor que su importe recuperable estimado, se realiza un ajuste contable parcial del activo hasta dicho importe.

24. Provisiones

Las provisiones se reconocen cuando el Banco debe hacer frente a una obligación legal o implícita como consecuencia de hechos 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 las mejores estimaciones y supuestos posibles.

25. 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 asistencia sanitaria 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 un beneficio definido que se calcula sobre la base de su salario final y 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. El Banco es responsable en última instancia de todas las prestaciones pagaderas en virtud del mismo.

El pasivo que representa este fondo de pensiones se calcula como el valor presente de la obligación por prestaciones definidas a la fecha de cierre del Balance de situación, menos el valor razonable de los activos del fondo a esa misma fecha, ajustados por pérdidas y ganancias actuariales no reconocidas y pagos por prestaciones anteriores. Las obligaciones por prestaciones definidas se calculan con el método de las unidades de crédito proyectadas, donde el valor presente de las obligaciones se determina a partir de estimaciones de los futuros flujos de salida, utilizando como tasas de descuento las tasas de interés 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 representa la suma del costo de servicio en el periodo corriente de las prestaciones devengadas con arreglo al sistema durante el ejercicio, más los intereses, calculados a la tasa de descuento, de las obligaciones por prestaciones definidas. Además, las pérdidas y ganancias actuariales debidas a ajustes para adaptarse a la realidad (cuando el resultado real difiere de los supuestos actuariales utilizados), a modificaciones de los supuestos actuariales y a cambios introducidos en el sistema de pensiones se contabilizan en la Cuenta de pérdidas y ganancias durante el tiempo que está activo el personal al que incumben, de conformidad con el método contable de «banda de fluctuación» descrito más adelante. El pasivo resultante se incluye en la rúbrica «Otros pasivos» del Balance de situación.

B. Pensiones de Consejeros

El Banco ofrece un esquema (sin fondo propio) de prestaciones definidas a favor de los miembros de su Consejo de Administración. En este esquema, el pasivo, las obligaciones 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 accidentes

El Banco ofrece también un esquema (sin fondo propio) de prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y accidentes. En este esquema, el pasivo, las obligaciones 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.

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.

26. Estado de flujo de efectivo

El Banco calcula su estado de flujo de efectivo de manera indirecta, a partir de los movimientos en su Balance de situación ajustados por cambios en las operaciones financieras pendientes de liquidación.

El efectivo y equivalentes al efectivo se compone de efectivo y cuentas a la vista y con preaviso en otros bancos, que son activos financieros a muy corto plazo con un plazo de preaviso que no suele superar los 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 para pagos financieros internacionales. En la actualidad, el BPI cuenta entre sus miembros con 56 bancos centrales, los cuales ejercen sus derechos de representación y voto en la Asamblea General en proporción al número de acciones del BPI emitidas en sus respectivos países. El Consejo de Administración del Banco está integrado por los Gobernadores y Consejeros nombrados procedentes los bancos centrales fundadores del BPI (Alemania, Bélgica, Estados Unidos de América, Francia, Italia y el Reino Unido) y por los Gobernadores de los bancos centrales de Brasil, Canadá, China, Japón, 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 no sólo utiliza toda la información de que dispone, sino que también se sirve de su propio criterio e introduce supuestos.

Su criterio lo utiliza al seleccionar y aplicar la política contable del Banco. Los criterios para clasificar y valorar los instrumentos financieros son esenciales para la elaboración de los presentes estados financieros.

En cuanto a los supuestos, el Banco utiliza estimaciones prospectivas, por ejemplo para la valoración del activo y el pasivo, la estimación de las obligaciones por prestaciones post-empleo y la valoración de las provisiones y pasivos contingentes.

Los resultados efectivos pueden experimentar desviaciones significativas con respecto a tales estimaciones.

A. La valoración de 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 que exigen la aplicación de criterios propios para determinar los parámetros de valoración adecuados. Cualquier cambio en los supuestos utilizados en estos parámetros podría afectar significativamente al valor razonable declarado. En el cuadro siguiente se muestra el impacto que tendría sobre estas valoraciones una oscilación de 1 punto básico en los supuestos sobre diferenciales utilizados.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2010	2009
Letras del Tesoro	0,3	–
Títulos adquiridos con pacto de reventa	0,1	0,1
Préstamos y anticipos	0,3	0,2
Deuda pública y otros títulos	9,8	9,5
Depósitos en monedas	15,0	18,5
Instrumentos financieros derivados	5,6	8,9

B. La valoración de los bonos corporativos

El entorno de los mercados financieros a 31 de marzo de 2009 obligó a utilizar en gran medida criterios propios para valorar los instrumentos financieros. Dado que algunos de los activos financieros mantenidos por el Banco tenían un escaso volumen de negociación, fue necesario recurrir en mayor medida a criterios propios para seleccionar los parámetros de valoración adecuados de entre una amplia gama de supuestos alternativos. Este hecho fue especialmente relevante en el caso de las inversiones del Banco en bonos corporativos (incluidas en la rúbrica «Deuda pública y otros títulos» del Balance de situación), donde las posibles alternativas para los diferenciales asumidos eran del orden de decenas de puntos básicos. Gracias a la mejora de las condiciones de mercado, el grado de incertidumbre a 31 de marzo de 2010 era menor.

La Alta Dirección considera que todos los parámetros de valoración utilizados por el Banco reflejan de forma justa y prudente las condiciones de mercado a la fecha de cierre del Balance.

C. Provisión por deterioro de activos financieros

Los préstamos de oro incluyen una provisión de 23,5 millones de DEG debida a la revisión por deterioro llevada a cabo a 31 de marzo de 2010 (31 de marzo de 2009: 18,3 millones de DEG). La revisión por deterioro se llevó a cabo sobre cada contraparte, identificándose aquéllas con dificultades

financieras significativas a la fecha de cierre del Balance. El aumento de la provisión durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010 se debe a oscilaciones en el precio del oro, que se incluyen en la Cuenta de pérdidas y ganancias en el epígrafe «Pérdida neta por diferencia de cambio». No se ha reconocido ningún otro recargo por deterioro en el ejercicio financiero analizado (2009: 18,3 millones de DEG). Cuando se reconoce un recargo por deterioro, queda reflejado en el epígrafe «Ingresos netos por intereses» de la Cuenta de pérdidas y ganancias.

D. Supuestos actuariales y la inflación de los costos médicos

La valoración del fondo de pensiones y de los seguros de asistencia sanitaria se basa en supuestos actuariales y previsiones de inflación y tasas de interés. Cualquier variación en estos supuestos afectará a la valoración de los pasivos del fondo de pensiones del Banco y de los importes reconocidos en los estados financieros.

3. 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.

4. Oro y préstamos de oro

A. Tenencias totales de oro

La composición de las tenencias totales de oro del Banco fue la siguiente:

A 31 de marzo

En millones de DEG	2010	2009
Oro en lingotes en bancos centrales	41.596,9	22.616,5
Total de préstamos de oro	1.442,9	2.799,7
Total de oro y préstamos de oro	43.039,8	25.416,2
Compuesto por:		
Activos de inversión en oro	2.811,2	2.358,1
Activos bancarios en oro y por depósitos en oro	40.228,6	23.058,1

Dentro del epígrafe «Oro en lingotes en bancos centrales» se incluyen 8.160,1 millones de DEG en oro (346 toneladas) (2009: nulo) que el Banco mantenía en concepto de *swaps* de oro, a través de los cuales el Banco cambia monedas por oro físico. El Banco tiene la obligación de devolver el oro al cierre del contrato.

B. Activos de inversión en oro

Los activos de inversión en oro del Banco se contabilizan en el Balance de situación por su peso en oro (convertido a DEG mediante la utilización del precio de mercado del oro y del tipo de cambio con el USD) más los intereses devengados. El exceso de este valor por encima de su coste estimado se contabiliza en la Cuenta de revaluación del oro (incluida en la rúbrica «Otras partidas de patrimonio» del Balance de situación; la oscilación de este valor se incluye en el Estado del resultado integral bajo la rúbrica «Ganancia no realizada en activos de inversión en oro»). Las ganancias o pérdidas realizadas por la disposición de activos de inversión en oro se recogen en la Cuenta de pérdidas y ganancias bajo el epígrafe «Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro».

En la nota 18 se analiza en mayor profundidad la cuenta de revaluación del oro. La nota 27 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	2010	2009
Saldo al comienzo del ejercicio	2.358,1	2.424,4
Variación neta de activos de inversión en oro		
Disposición de oro	-	(102,0)
Deterioro, cuentas a la vista y otros cambios netos	(3,7)	(193,7)
	(3,7)	(295,7)
Oscilación del precio del oro	456,8	229,4
Saldo al cierre del ejercicio	2.811,2	2.358,1

A 31 de marzo de 2010, los activos de inversión en oro del Banco ascendían a 120 toneladas de oro fino (2009: 120 toneladas).

5. 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 títulos.

Los activos en monedas 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 del Banco.

Las *letras del Tesoro* son títulos de deuda a corto plazo emitidos por los Gobiernos con un descuento.

Los *títulos adquiridos con pacto de reventa* («acuerdos de recompra a la 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 títulos 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, instituciones internacionales y otros organismos públicos. Esto incluye anticipos realizados en concepto de facilidades permanentes comprometidas y no comprometidas. El epígrafe «Préstamos y anticipos» del Balance de situación también incluye cuentas con preaviso (véase la nota 6).

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 2010	Activos bancarios	Activos 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	84.652,5	–	62,3	62,3	84.714,8
Títulos adquiridos con pacto de reventa	42.305,9	–	–	–	42.305,9
Préstamos a plazo fijo y anticipos	18.316,0	–	–	–	18.316,0
Deuda pública y otros títulos					
Gobiernos	7.863,1	9.563,8	8,9	9.572,7	17.426,9
Instituciones financieras	18.878,3	677,7	543,2	1.220,9	20.108,1
Otros (incluidos títulos emitidos por el sector público)	14.838,0	1.314,7	–	1.314,7	16.152,7
	41.579,4	11.556,2	552,1	12.108,3	53.687,7
Total activos en monedas	186.853,8	11.556,2	614,4	12.170,6	199.024,4

A 31 de marzo de 2009	Activos bancarios	Activos 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	96.399,2	–	22,7	22,7	96.421,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	38.594,4	–	–	–	38.594,4
Préstamos a plazo fijo y anticipos	18.116,1	–	–	–	18.116,1
Deuda pública y otros títulos					
Gobiernos	3.024,1	8.211,8	–	8.211,8	11.235,9
Instituciones financieras	22.548,1	707,6	710,7	1.418,3	23.966,4
Otros (incluidos títulos emitidos por el sector público)	18.621,5	1.939,9	–	1.939,9	20.561,4
	44.193,7	10.859,3	710,7	11.570,0	55.763,7
Total activos en monedas	197.303,4	10.859,3	733,4	11.592,7	208.896,1

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 de forma activa.

El cuadro siguiente desglosa la evolución de los activos en monedas del Banco disponibles para la venta.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
En millones de DEG	2010	2009
Saldo al comienzo del ejercicio	10.859,3	11.707,4
Variación neta de activos en monedas disponibles para la venta		
Incrementos	5.233,1	10.805,7
Disposiciones	(3.941,1)	(4.633,8)
Otros cambios netos	(685,6)	(7.193,1)
	606,4	(1.021,2)
Variación neta en operaciones pendientes de liquidación	97,6	(109,8)
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	(7,1)	282,9
Saldo al cierre del ejercicio	11.556,2	10.859,3

En la nota 18 se analiza en mayor profundidad la cuenta de revaluación de títulos. La nota 26 examina las ganancias/(pérdidas) netas por venta de títulos clasificados como disponibles para la venta.

6. Préstamos y anticipos

Los préstamos y anticipos a entidades bancarias incluyen préstamos a plazo fijo y cuentas con preaviso.

Los préstamos a plazo fijo se contabilizan al valor razonable con cambios en resultados. Las cuentas con preaviso se clasifican como préstamos concedidos y cuentas por cobrar y se contabilizan como 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		
En millones de DEG	2010	2009
Préstamos a plazo fijo y anticipos	18.316,0	18.116,1
Cuentas con preaviso	972,6	396,6
Total de préstamos y anticipos	19.288,6	18.512,7

La oscilación del valor razonable reconocida en la Cuenta pérdidas y ganancias de los préstamos a plazo fijo y anticipos es de 38,5 millones de DEG (2009: -50,0 millones de DEG).

7. 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 las variaciones de las tasas de interés o de los precios de los bonos, en una fecha futura y a un precio dado que se determina en un mercado organizado. Los futuros se liquidan diariamente en el mercado donde se negocian y sus márgenes se reponen en efectivo o en títulos negociables.

Las *opciones sobre divisas y oro* son acuerdos contractuales en los que el vendedor cede 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. En contrapartida, el vendedor recibe una prima que le paga el comprador.

Los *swaps de divisas y de oro, de tasas de interés entre divisas y de tasas de interés* son compromisos para intercambiar un conjunto de flujos de caja 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 una variable) o de una combinación de tasas de interés y divisas (*swaps* de tasas de interés entre divisas). Excepto en el caso de ciertos *swaps* de divisas y de oro, así como de tasas de interés entre divisas, en estas operaciones no se permuta el principal.

Los *contratos a plazo (forwards) de divisas y de oro* representan compromisos de compra de oro o moneda extranjera en una fecha futura. Aquí se incluyen las operaciones al contado pendientes de entrega.

Los *forward rate agreements (FRA)* son contratos a plazo sobre tasas de interés negociados de forma individual, cuyo resultado es una liquidación mediante la entrega de efectivo en una fecha futura, por valor de la diferencia entre la tasa de interés estipulada en el contrato y la tasa vigente en el mercado.

Las *opciones sobre swaps (swaptions)* son opciones en las que el vendedor cede 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. En contrapartida, el vendedor recibe una prima que le paga el comprador.

Además, el Banco vende a sus clientes instrumentos con derivados incorporados (véase la nota 10). Cuando el contrato matriz no se designa como mantenido a su valor razonable, estos derivados se desligan del contrato matriz con fines contables y se consideran como derivados tradicionales. 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 razonable de los instrumentos financieros derivados.

A 31 de marzo	2010			2009		
	Importes nacionales	Valor razonable		Importes nacionales	Valor razonable	
		Activo	Pasivo		Activo	Pasivo
<i>En millones de DEG</i>						
Futuros sobre bonos	754,9	0,8	–	1.862,4	1,2	(1,4)
Swaps de tasas de interés entre divisas	345,8	56,1	(401,9)	2.708,0	95,6	(400,7)
Forwards sobre divisas y oro	736,2	2,7	(1,1)	3.047,4	7,3	(173,0)
Opciones sobre divisas y oro	6.034,1	47,9	(47,2)	5.030,1	156,6	(158,2)
Swaps de divisas y de oro	108.476,1	3.282,5	(199,8)	99.578,6	2.860,4	(1.294,1)
FRAs	7.975,6	0,7	(2,9)	10.875,9	20,0	(13,3)
Futuros sobre tasas de interés	2.015,9	–	–	12.430,4	0,3	(0,9)
Swaps de tasas de interés	309.000,7	6.721,1	(3.532,8)	393.413,7	10.600,8	(4.761,2)
Swaptions	845,2	2,9	(1,7)	2.016,9	6,9	(14,0)
Total de instrumentos financieros derivados al cierre del ejercicio	436.184,5	10.114,7	(4.187,4)	530.963,4	13.749,1	(6.816,8)
Instrumentos financieros derivados netos al cierre del ejercicio			5.927,3			6.932,3

8. Cuentas por cobrar

A 31 de marzo	2010	2009
<i>En millones de DEG</i>		
Operaciones financieras pendientes de liquidación	4.023,9	5.811,5
Otros activos	11,8	11,0
Total de cuentas por cobrar	4.035,7	5.822,5

Las «operaciones financieras pendientes de liquidación» son cuentas por cobrar a corto plazo (habitualmente no superan los tres días) procedentes de operaciones ya realizadas pero en las que aún no se ha efectuado la transferencia de efectivo. Se incluyen tanto activos vendidos como pasivos emitidos.

9. Terrenos, edificios y equipamiento

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo				2010	2009
	Terrenos	Edificios	Equipos informáticos y otros	Total	Total
<i>En millones de DEG</i>					
Costo histórico					
Saldo al comienzo del ejercicio	41,2	238,5	81,9	361,6	349,1
Gasto de capital	-	5,4	6,7	12,1	12,7
Disposiciones y retiradas de uso	-	-	-	-	(0,2)
Saldo al cierre del ejercicio	41,2	243,9	88,6	373,7	361,6
Amortización					
Amortización acumulada al comienzo del ejercicio	-	107,8	62,8	170,6	158,7
Amortización	-	7,4	5,8	13,1	12,1
Disposiciones y retiradas de uso	-	-	-	-	(0,2)
Saldo al cierre del ejercicio	-	115,2	68,6	183,7	170,6
Valor contable neto al cierre del ejercicio	41,2	128,7	20,0	189,9	191,0

La cifra de amortización para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010 incluye una partida adicional por importe de 0,1 millones de DEG en concepto de equipos informáticos y de otro tipo, tras haberse realizado un estudio del deterioro (2009: 0,4 millones de DEG).

10. 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

En millones de DEG	2010	2009
Instrumentos de depósito reembolsables con uno a dos días de preaviso		
Instrumentos a Medio Plazo (MTI)	52.420,8	86.243,7
MTI rescatables (<i>callable</i>)	1.717,3	2.652,9
FIXBIS	34.223,7	32.664,4
	88.361,8	121.561,0
Otros depósitos en monedas		
FRIBIS	116,9	204,3
Depósitos a plazo fijo	78.434,1	43.633,2
<i>Dual Currency Deposits</i> (DCD)	95,8	237,4
Depósitos en cuentas a la vista y con preaviso	28.746,5	31.586,3
	107.393,3	75.661,2
Total de depósitos en monedas	195.755,1	197.222,2
Designados como:		
Mantenidos al valor razonable con cambios en resultados	167.008,6	165.635,9
Pasivos financieros al costo amortizado	28.746,5	31.586,3

Los *MTI* (*Medium-Term Instruments*) son inversiones de renta fija en el BPI de hasta 10 años con vencimientos trimestrales.

Los *MTI* con opción de rescate (*MTI callable*) permiten al Banco recomprarlos a iniciativa propia a un precio de ejercicio facial, con fechas de rescate que oscilan entre junio y diciembre de 2010 (2009: junio y diciembre de 2009). El valor razonable de la opción sobre tasas de interés incorporada a este instrumento se contabiliza en el Balance de situación.

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 a un año o más, cuyo interés se reajusta según las condiciones imperantes en el mercado.

Los *depósitos a plazo fijo* son inversiones de renta fija en el BPI, normalmente con vencimiento inferior a un año.

Los depósitos en moneda dual (*Dual Currency Deposits*, DCD) son 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. El valor razonable de la opción sobre tipos de cambio incorporada a este instrumento se contabiliza en el Balance de situación. Todos estos depósitos vencieron entre el 21 de abril y el 12 de mayo de 2010 (2009: entre el 2 de abril y el 15 de mayo de 2009).

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 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 o dos días hábiles de preaviso.

A. Valoración de depósitos en monedas

Los depósitos en monedas (que no sean depósitos en cuenta a la vista y con preaviso) se contabilizan en el Balance de situación a su valor razonable. Este valor no coincide con el importe que el Banco está obligado a abonar al titular del depósito en la fecha de vencimiento, que a 31 de marzo de 2010 ascendía, para el total de depósitos en monedas, a 193.896,3 millones de DEG, incluyendo intereses devengados (2009: 193.629,2 millones de DEG).

Para estimar el valor razonable de sus depósitos en monedas, el Banco aplica técnicas de valoración, como modelos de flujo de efectivo descontado y modelos 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 a partir de las cotizaciones de mercado.

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 de riesgos. La evaluación de su solvencia no indicó ningún cambio que pudiera haber afectado al valor razonable de su pasivo durante el periodo analizado.

11. 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 al costo amortizado.

12. 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 2010 no se contabilizan títulos vendidos con pacto de recompra (2009: nulo).

13. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar consisten en operaciones financieras en espera de liquidación, con relación a pagos pendientes a corto plazo (normalmente a tres días o menos) correspondientes a operaciones ya realizadas pero en las que aún no se ha efectuado la transferencia de efectivo. Se incluyen tanto activos adquiridos como pasivos recomprados.

14. Otros pasivos

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Obligaciones por prestaciones post-empleo (véase nota 19)		
Pensiones del personal	12,1	2,4
Pensiones de Consejeros	5,2	4,8
Prestaciones de asistencia sanitaria y accidentes	217,5	191,6
Posiciones cortas en activos en monedas	66,0	151,6
Deudas frente a antiguos accionistas	0,5	0,5
Otros	17,7	17,3
Total de otros pasivos	319,0	368,2

15. Capital en acciones

El capital en acciones del Banco está integrado por:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Capital autorizado: 600.000 acciones, cada una por un valor facial de 5.000 DEG, de los cuales 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

El número de acciones con derecho a dividendo es el siguiente:

A 31 de marzo	2010	2009
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
Dividendos por acción (en DEG)		
Ordinario	285	265
Complementario	400	–
Total de dividendos por acción	685	265

16. Reservas estatutarias

Los Estatutos del Banco disponen que la Asamblea General Anual, a propuesta del Consejo de Administración, asigne 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 de libre disposición.

Fondo de reserva legal. En la actualidad, este fondo está completamente cubierto y equivale al 10% del capital desembolsado del Banco.

Fondo de reserva general. Tras el pago del dividendo acordado, el 10% del beneficio neto anual restante deberá destinarse al fondo de reserva general. Cuando el saldo de este fondo alcance el quintuplo del capital desembolsado del Banco, la contribución anual al mismo se reducirá hasta un 5% del remanente del beneficio neto anual.

Fondo de reserva especial para dividendos. Parte del resto del beneficio neto anual podrá destinarse al fondo de reserva especial para dividendos, que debe estar disponible siempre que sea necesario para abonar todo o parte del dividendo declarado. Los dividendos suelen abonarse con el beneficio neto del Banco.

Fondo de reserva de libre disposición. Una vez realizadas las asignaciones anteriores, el beneficio neto restante que no haya sido utilizado con otros fines suele transferirse al fondo de reserva de libre disposición.

Los ingresos procedentes de la suscripción de acciones del Banco se transfieren al fondo de reserva legal en la medida en que sea necesario para mantenerlo cubierto, y el resto se destina al fondo de reserva general.

En caso de que el Banco incurra en pérdidas, podrá recurrirse, por este orden, al fondo de reserva de libre disposición, 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.

17. Acciones propias en cartera

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	2010	2009
Número de acciones al comienzo del ejercicio	1.000	1.000
Variación en el ejercicio	–	–
Numero de acciones 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.

18. Otras partidas de patrimonio

Esta partida refleja la nueva valoración de los activos en moneda disponibles para la venta y de los activos de inversión en oro, según se describe en las notas 4 y 5.

Otras partidas de patrimonio incluye:

A 31 de marzo	2010	2009
<i>En millones de DEG</i>		
Cuenta de revaluación de títulos	318,6	431,1
Cuenta de revaluación del oro	2.246,0	1.789,2
Total de otras partidas de patrimonio	2.564,6	2.220,3

A. Cuenta de revaluación 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	2010	2009
<i>En millones de DEG</i>		
Saldo al comienzo del ejercicio	431,1	272,0
Diferencias netas de valoración		
(Ganancia)/pérdida neta por ventas	(105,4)	(123,8)
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	(7,1)	282,9
	(112,5)	159,1
Saldo al cierre del ejercicio	318,6	431,1

A continuación se detalla el saldo de la cuenta de revaluación de títulos:

A 31 de marzo de 2010	Valor razonable de los activos	Costo histórico	Cuenta de revaluación de títulos	Ganancias brutas	Pérdidas brutas
<i>En millones de DEG</i>					
Deuda pública y otros títulos y total	11.556,2	11.237,6	318,6	322,2	(3,6)

A 31 de marzo de 2009	Valor razonable de los activos	Costo histórico	Cuenta de revaluación de títulos	Ganancias brutas	Pérdidas brutas
<i>En millones de DEG</i>					
Deuda pública y otros títulos y total	10.859,3	10.428,2	431,1	447,3	(16,2)

B. Cuenta de revaluación 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 coste estimado es de aproximadamente 151 DEG por onza, que se ha calculado a partir de su valor de 208 dólares de Estados Unidos (USD) vigente entre 1979 y 2003 (en virtud de una decisión tomada por el Consejo de Administración del Banco), convertido en DEG al tipo de cambio vigente el 31 de marzo de 2003.

La evolución de la cuenta de revaluación del oro fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	2010	2009
<i>En millones de DEG</i>		
Saldo al comienzo del ejercicio	1.789,2	1.636,8
Diferencias netas de valoración		
Ganancia neta por ventas	-	(77,0)
Oscilación del precio del oro	456,8	229,4
	456,8	152,4
Saldo al cierre del ejercicio	2.246,0	1.789,2

19. Obligaciones por prestaciones post-empleo

El Banco cuenta con tres esquemas de prestaciones post-empleo:

1. Un esquema de pensiones por el que sus empleados percibirán un beneficio definido que se calcula sobre su salario final. Este esquema se basa en un fondo sin personalidad jurídica propia con el que se financian las prestaciones. El Banco administra los activos de este fondo en beneficio exclusivo de sus actuales y antiguos empleados que participan en este esquema. El Banco 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 accidentes para su personal, al que da derecho en principio un periodo mínimo de servicio de 10 años y la ocupación de un puesto de trabajo en el Banco hasta al menos los 50 años de edad.

Actuarios independientes examinan anualmente todos estos esquemas.

A. Importes consignados en el Balance de situación

A 31 de marzo		Pensiones del personal			
<i>En millones de DEG</i>	2010	2009	2008	2007	2006
Valor presente de la obligación	(913,1)	(747,4)	(709,7)	(653,7)	(606,4)
Valor razonable de los activos del fondo	762,4	619,6	714,3	648,6	602,2
Consolidado	(150,7)	(127,8)	4,6	(5,1)	(4,2)
Pérdidas actuariales no reconocidas	138,6	125,4	41,2	47,3	46,8
Costo no reconocido de servicios en periodos anteriores	-	-	(45,8)	(42,2)	(42,6)
Pasivo al cierre del ejercicio	(12,1)	(2,4)	-	-	-

A 31 de marzo		Pensiones de Consejeros			
<i>En millones de DEG</i>	2010	2009	2008	2007	2006
Valor presente de la obligación	(6,5)	(5,7)	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Valor razonable de los activos del fondo	-	-	-	-	-
Consolidado	(6,5)	(5,7)	(5,4)	(4,6)	(4,6)
Pérdidas actuariales no reconocidas	1,3	0,9	0,6	0,3	0,3
Costo no reconocido de servicios en periodos anteriores	-	-	-	-	-
Pasivo al cierre del ejercicio	(5,2)	(4,8)	(4,8)	(4,3)	(4,3)

A 31 de marzo		Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y accidentes			
<i>En millones de DEG</i>	2010	2009	2008	2007	2006
Valor presente de la obligación	(284,2)	(225,4)	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Valor razonable de los activos del fondo	-	-	-	-	-
Consolidado	(284,2)	(225,4)	(208,0)	(186,3)	(183,8)
Pérdidas actuariales no reconocidas	72,3	40,1	30,3	42,0	57,2
Costo no reconocido de servicios en periodos anteriores	(5,6)	(6,3)	(7,7)	(7,8)	(8,6)
Pasivo al cierre del ejercicio	(217,5)	(191,6)	(185,4)	(152,1)	(135,2)

B. Valor presente de las obligaciones por prestaciones

A continuación se presenta la conciliación del valor presente de las obligaciones por prestaciones al inicio y cierre del ejercicio.

A 31 de marzo	Pensiones del personal			Pensiones de Consejeros			Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y accidente		
<i>En millones de DEG</i>	2010	2009	2008	2010	2009	2008	2010	2009	2008
Valor presente de la obligación al comienzo del ejercicio	747,4	709,7	653,7	5,7	5,4	4,6	225,4	208,0	186,3
Costo de servicios del periodo corriente	32,0	29,8	30,5	0,2	0,2	0,2	8,5	7,9	8,2
Contribución de los empleados	4,5	3,9	3,7	-	-	-	-	-	-
Costo por intereses	24,5	24,9	21,3	0,2	0,2	0,1	7,5	7,4	6,1
(Ganancia)/pérdida actuarial	84,3	29,3	(55,7)	-	0,3	-	30,2	11,5	(13,9)
Pagos por obligaciones	(28,3)	(24,5)	(23,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(2,2)	(1,9)	(1,8)
Diferencias cambiarias	48,7	(25,7)	79,3	0,7	(0,1)	0,9	14,8	(7,5)	23,1
Valor presente del compromiso al cierre del ejercicio	913,1	747,4	709,7	6,5	5,7	5,4	284,2	225,4	208,0

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>	2010	2009	2008
Valor razonable de los activos del fondo al comienzo del ejercicio	619,6	714,3	648,6
Rendimiento esperado de los activos del fondo	31,8	34,0	33,1
Ganancia/(pérdida) actuarial	74,4	(99,3)	(44,8)
Contribución del Banco	20,0	18,3	17,3
Contribución de los empleados	4,5	3,9	3,7
Pagos por obligaciones	(28,3)	(24,5)	(23,1)
Diferencias cambiarias	40,4	(27,1)	79,5
Valor razonable de los activos del fondo al cierre del ejercicio	762,4	619,6	714,3

D. Importes consignados en la Cuenta de pérdidas y ganancias

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	Pensiones del personal			Pensiones de Consejeros			Prestaciones post-empleo de asistencia sanitaria y accidentes		
	2010	2009	2008	2010	2009	2008	2010	2009	2008
<i>En millones de DEG</i>									
Costo de servicios del periodo corriente	32,0	29,8	30,5	0,2	0,2	0,2	8,5	7,9	8,2
Costo por intereses	24,5	24,9	21,3	0,2	0,2	0,1	7,5	7,4	6,1
a deducir: Rendimiento esperado de los activos del fondo	(31,8)	(34,0)	(33,1)	-	-	-	-	-	-
a deducir: Costo de servicios de periodos anteriores	-	-	(1,5)	-	-	-	(1,1)	(6,3)	(1,0)
Perdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	4,4	-	-	0,1	-	-	1,4	-	1,6
Total incluido en gastos de operación	29,1	20,7	17,2	0,5	0,4	0,3	16,3	9,0	14,9

El Banco prevé realizar una aportación de 24,1 millones de DEG a sus esquemas post-empleo en el ejercicio 2010/11.

E. Principales categorías de los activos del fondo en porcentaje del total de sus activos

A 31 de marzo	2010	2009
<i>En porcentaje</i>		
Títulos de renta variable europeos	7,1	7,4
Otros títulos de renta variable	33,4	16,8
Títulos de renta fija europeos	18,5	49,9
Otros títulos de renta fija	30,9	21,8
Otros activos	10,1	4,1
Rendimiento real de los activos del fondo	14,4%	-10,5%

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	2010	2009
Aplicable a los tres esquemas de obligaciones post-empleo		
Tasa de descuento: tasas de mercado de deuda privada suiza de elevada calificación	2,75%	3,25%
Aplicable a los esquemas 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 accidentes		
Inflación a largo plazo prevista 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 tasa de inflación del 1,5% al 31 de marzo de 2010 (2009: 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 utilizados 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 2009/10 tendría los siguientes efectos:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2010	2009
Aumento/(descenso) del costo total por servicios e intereses		
6% inflación costos médicos	5,2	5,0
4% inflación costos médicos	(3,9)	(3,6)

A 31 de marzo

En millones de DEG	2010	2009
Aumento/(descenso) de las obligaciones por prestaciones		
6% inflación costos médicos	70,0	56,3
4% inflación costos médicos	(53,1)	(42,5)

20. Ingresos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Activos en monedas disponibles para la venta		
Títulos adquiridos con pacto de reventa	–	18,5
Deuda pública y otros títulos	317,7	365,0
	317,7	383,5
Activos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		
Letras del Tesoro	529,9	1.253,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	156,7	1.880,8
Préstamos y anticipos	101,7	1.321,1
Deuda pública y otros títulos	959,1	1.766,8
	1.747,4	6.221,8
Activos clasificados como préstamos concedidos y cuentas por cobrar		
Cuentas a la vista y con preaviso	2,0	16,0
Activos de inversión en oro	2,7	6,4
Activos bancarios en oro	3,1	5,0
Recargo por deterioro en activos bancarios en oro	–	(18,3)
	7,8	9,1
Instrumentos financieros derivados al valor razonable con cambios en resultados	1.979,0	1.640,5
Total de ingresos por intereses	4.051,9	8.254,9

21. Gastos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Pasivos al valor razonable con cambios en resultados		
Depósitos en monedas	2.573,8	6.160,4
Pasivos financieros al costo amortizado		
Depósitos en oro	2,0	3,3
Depósitos en cuentas a la vista y con preaviso	44,9	472,0
Títulos vendidos con pacto de recompra	–	17,3
	46,9	492,6
Total de gastos por intereses	2.620,7	6.653,0

22. Diferencia neta de valoración

Las diferencias netas de valoración provienen en su totalidad de los instrumentos financieros al valor razonable con cambios en resultados. El siguiente cuadro incluye para 2009 pérdidas netas de valoración por importe de 4,6 millones de DEG derivadas de pérdidas por impago (2010: nulo).

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Activos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		
Diferencias de valoración no realizadas de activos en monedas	698,6	59,8
Ganancias realizadas en activos en monedas	53,2	34,8
	751,8	94,6
Pasivos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		
Diferencias de valoración no realizadas en pasivos financieros	1.977,4	(1.549,1)
Pérdidas realizadas en pasivos financieros	(928,4)	(1.139,6)
	1.049,0	(2.688,7)
Diferencias de valoración de instrumentos financieros derivados	(1.280,3)	1.412,4
Diferencia neta de valoración	520,5	(1.181,7)

23. Ingresos netos por cuotas y comisiones

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Ingresos por cuotas y comisiones	18,8	8,1
Gastos por cuotas y comisiones	(8,1)	(7,7)
Ingresos netos por cuotas y comisiones	10,7	0,4

24. Ganancia/(pérdida) neta por diferencia de cambio

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Beneficio neto por transacción	0,3	11,6
Pérdida neta por conversión	(17,5)	(20,4)
Ganancia/(pérdida) neta por diferencia de cambio	(17,2)	(8,8)

25. Gastos de operación

En el cuadro siguiente se analizan los gastos de operación del Banco en francos suizos (CHF), la moneda en la que incurre en la mayoría de sus gastos.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de CHF</i>	2010	2009
Consejo de Administración		
Estipendio de los Consejeros	2,3	2,0
Pensiones a antiguos Consejeros	0,6	0,5
Viajes, reuniones externas del Consejo y otros gastos	1,3	1,6
	4,2	4,1
Dirección y persona		
Remuneración	118,8	114,1
Pensiones	51,8	34,3
Otros gastos de personal	44,2	45,4
	214,8	193,8
Gastos de oficina y diversos	73,7	65,8
Gastos de administración en millones de CHF	292,7	263,7
Gastos de administración en millones de DEG	177,7	154,4
Amortización en millones de DEG	13,1	12,1
Gastos de operación en millones de DEG	190,8	166,5

La cifra promedio de personal del Banco, expresada en términos de empleados a tiempo completo, ascendió a 540 personas durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010 (2009: 532).

26. Ganancia neta por venta de títulos disponibles para la venta

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Ingresos por disposición	3.941,1	4.633,8
Costo amortizado	(3.835,7)	(4.510,0)
Ganancia neta	105,4	123,8
Compuesta por:		
Ganancia bruta realizada	107,7	128,9
Pérdida bruta realizada	(2,3)	(5,1)

27. Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Ingresos por disposición	–	102,0
Costo estimado (véase nota 18B)	–	(25,0)
Ganancia neta realizada	–	77,0

28. Beneficio por acción

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

	2010	2009
Beneficio neto para el ejercicio financiero (millones de DEG)	1.859,8	446,1
Promedio ponderado de acciones con derecho a dividendo	546.125	546.125
Ganancias básicas y diluidas por acción (DEG por acción)	3.405,4	816,8

La propuesta de reparto de dividendos del ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010 consiste en un dividendo ordinario de 285 DEG por acción (2009: 265 DEG) y un dividendo complementario de 400 DEG por acción (2009: nulo), lo que hace un total de 685 DEG por acción (2009: 265 DEG).

29. Efectivo y equivalentes al efectivo

A efectos del Estado de flujo de efectivo, el efectivo y sus equivalentes están compuestos por:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	1.516,2	915,2
Cuentas con preaviso	972,6	396,6
Total de efectivo y equivalentes al efectivo	2.488,8	1.311,8

30. Impuestos

El Acuerdo de Sede firmado con el Consejo Federal Suizo estipula el régimen jurídico especial del que goza el BPI en Suiza. Con arreglo a las cláusulas de este documento, el Banco disfruta de una exención prácticamente total de cualquier impuesto directo o indirecto vigente en Suiza, tanto de ámbito federal como local.

Existen acuerdos similares con el Gobierno de la República Popular de China (con respecto a la Oficina Asiática del BPI en Hong Kong RAE) y con el Gobierno de México (en relación con su Oficina para las Américas).

31. Tipos de cambio

El siguiente cuadro recoge los principales tipos de cambio y precios utilizados para convertir a DEG los saldos en monedas y en oro:

	Al contado a 31 de marzo		Promedio para el ejercicio financiero cerrado en	
	2010	2009	2010	2009
USD	0,658	0,670	0,644	0,648
EUR	0,889	0,890	0,909	0,908
JPY	0,00704	0,00677	0,00694	0,00654
GBP	0,998	0,962	1,027	1,088
CHF	0,625	0,590	0,606	0,584
Oro (en onzas)	732,9	614,6	657,4	560,4

32. 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	2010	2009
Acuerdos de custodia	11.115,6	11.082,0
Acuerdos de depósito de garantías	88,8	90,0
Mandatos de gestión de carteras	8.981,2	6.919,0
Lingotes de oro en consignación	5.003,9	4.078,9
Total	25.189,5	22.169,9

El cuadro anterior recoge el valor nominal de los títulos mantenidos en custodia o bajo acuerdos de depósito de garantía, así como el valor del activo neto de los mandatos

de gestión de carteras. Los mandatos de gestión de carteras incluyen estructuras de fondo abierto del BPI (BISIPs), que son acuerdos de inversión colectiva para grupos de bancos centrales, así como mandatos discrecionales para la inversión particular de un banco central.

Los lingotes de oro en consignación se contabilizan al peso (convertido a DEG utilizando el precio de mercado del oro y el tipo de cambio con el USD). A 31 de marzo de 2010, los lingotes de oro en consignación ascendían a 212 toneladas de oro fino (2009: 212 toneladas).

Los instrumentos financieros mantenidos como consecuencia de los anteriores acuerdos se encuentran depositados bajo custodia externa, ya sea en bancos centrales o en instituciones comerciales.

33. Compromisos

El Banco ofrece a sus clientes una serie de facilidades de crédito permanentes comprometidas. A 31 de marzo de 2010, los compromisos vigentes de concesión de crédito en concepto de dichas facilidades ascendían a 4.919,8 millones de DEG (2009: 8.646,8 millones), de los cuales 2.420,7 millones sin colateral (2009: 234,5 millones de DEG).

34. Jerarquía de valor razonable

El Banco clasifica su valoración del valor razonable de los instrumentos financieros a través de una jerarquía que refleja la relevancia de las variables utilizadas para llevar a cabo dicha medición. La valoración se clasifica sobre la base de la variable de nivel más bajo que sea relevante para la valoración del valor razonable en su totalidad. La jerarquía de valor razonable adoptada por el Banco utiliza los siguientes niveles para clasificar las variables de valoración:

Nivel 1: precios cotizados (sin ajustar) en mercados activos para instrumentos financieros idénticos.

Nivel 2: variables distintas de las del Nivel 1 que sean observables para el instrumento financiero ya sea directamente (es decir, como precios) o indirectamente (es decir, derivadas de los precios de instrumentos financieros similares). Esto incluye tasas de interés, diferenciales y volatilidades observables.

Nivel 3: variables utilizadas en los modelos de valoración que no son observables en los mercados financieros.

A. Activos al valor razonable

A 31 de marzo de 2010

En millones de DEG	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3	Total
Activos financieros al valor razonable con cambios en resultados				
Letras del Tesoro	62.644,6	22.070,2	–	84.714,8
Títulos adquiridos con pacto de reventa	–	42.305,9	–	42.305,9
Préstamos a plazo fijo	–	18.316,0	–	18.316,0
Deuda pública y otros títulos	13.354,7	28.685,4	91,4	42.131,5
Instrumentos financieros derivados	2,5	10.112,2	–	10.114,7
Activos financieros disponibles para la venta				
Deuda pública y otros títulos	10.699,4	856,8	–	11.556,2
Total de activos financieros al valor razonable	86.701,2	122.346,5	91,4	209.139,1
Pasivos financieros al valor razonable con cambios en resultados				
Depósitos en monedas	–	(167.008,6)	–	(167.008,6)
Instrumentos financieros derivados	(12,6)	(4.174,8)	–	(4.187,4)
Otros pasivos (posiciones cortas en activos en monedas)	–	(66,0)	–	(66,0)
Total de pasivos financieros al valor razonable	(12,6)	(171.249,4)	–	(171.262,0)

El Banco utiliza como mejor aproximación al valor razonable las cotizaciones publicadas en mercados activos. Los instrumentos financieros que se valoran mediante cotizaciones de un mercado activo pertenecen al Nivel 1.

Cuando no se dispone de estos datos, el Banco determina el valor razonable aplicando técnicas habituales de valoración de mercado, las cuales incluyen la utilización de modelos de flujo de efectivo descontado y otros métodos estándar de valoración de mercado. Cuando se recurre a modelos financieros, el Banco utiliza en la medida de lo posible variables de mercado observables. Los instrumentos financieros que se valoran de esta manera pertenecen al Nivel 2.

Un pequeño porcentaje de los instrumentos financieros del Banco se valoran mediante técnicas que utilizan numerosas variables no observables. Los instrumentos financieros que se valoran de esta manera pertenecen al Nivel 3. Los instrumentos del Nivel 3 a 31 de marzo de 2009 y de 2010 se componen de bonos corporativos ilíquidos.

La precisión de las valoraciones del Banco se asegura mediante una verificación independiente de los precios realizada por la función de control de las valoraciones.

B. Conciliación de activos y pasivos al valor razonable de Nivel 3

A 31 de marzo de 2010

En millones de DEG	Activos financieros al valor razonable con cambios en resultados	Activos financieros clasificados como disponibles para la venta	Total
Saldo al comienzo del ejercicio	566,6	28,5	595,1
Ganancias o pérdidas en resultado	109,0	–	109,0
Ganancias o pérdidas en patrimonio	–	1,0	1,0
Total de ganancias y pérdidas	109,0	1,0	110,0
Disposiciones	(40,5)	–	(40,5)
Transferencias desde el Nivel 3	(617,5)	(29,5)	(647,0)
Transferencias hacia el Nivel 3	73,8	–	73,8
Saldo al cierre del ejercicio	91,4	–	91,4
Ganancias o pérdidas en resultado para activos y pasivos mantenidos al cierre del periodo de declaración	28,2	–	28,2

35. Tasas de interés efectivas

La tasa de interés efectiva es la tasa de descuento que se aplica a los flujos de efectivo futuros que se esperan para un instrumento financiero con respecto a su valor contable actual.

Los siguientes cuadros recogen la tasa de interés efectiva aplicada a distintos instrumentos financieros en las principales monedas:

A 31 de marzo de 2010

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
Activo					
Préstamos de oro	–	–	–	–	0,49
Letras del Tesoro	0,31	0,72	0,49	0,11	2,19
Títulos adquiridos con pacto de reventa	0,12	0,21	0,47	0,05	–
Préstamos y anticipos	0,41	0,40	0,51	0,07	0,07
Deuda pública y otros títulos	1,96	2,66	2,19	0,66	4,75
Pasivo					
Depósitos en monedas	1,03	0,73	1,34	0,12	0,28
Depósitos en oro	–	–	–	–	0,42
Posiciones cortas en activos en monedas	1,68	–	–	–	–

A 31 de marzo de 2009

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras monedas
Activo					
Préstamos de oro	–	–	–	–	0,54
Letras del Tesoro	0,88	1,83	0,69	0,23	–
Títulos adquiridos con pacto de reventa	0,16	0,62	0,63	0,10	–
Préstamos y anticipos	0,84	1,29	0,87	0,08	0,40
Deuda pública y otros títulos	2,50	3,24	3,26	0,86	3,88
Pasivo					
Depósitos en monedas	2,00	2,00	2,05	0,16	2,05
Depósitos en oro	–	–	–	–	0,38
Posiciones cortas en activos en monedas	4,96	–	–	–	–

36. Análisis por regiones

A. Total del pasivo

A 31 de marzo

En millones de DEG	2010	2009
África y Europa	93.697,7	109.733,3
Asia-Pacífico	100.001,4	82.770,5
América	40.988,6	40.344,5
Organismos internacionales	8.430,3	8.822,5
Total	243.118,0	241.670,8

B. Partidas fuera de balance

A 31 de marzo

En millones de DEG	2010	2009
África y Europa	6.107,7	5.361,6
Asia-Pacífico	17.911,3	16.165,1
América	1.170,5	643,2
Total	25.189,5	22.169,9

La nota 32 analiza con mayor detalle las partidas fuera de balance del Banco. En la nota 3C de la Sección «Gestión de riesgos» más adelante se analizan los activos del Banco por región.

C. Compromisos de crédito

A 31 de marzo

En millones de DEG	2010	2009
África y Europa	2.861,7	1.073,3
Asia-Pacífico	2.058,1	7.573,5
América	–	–
Total	4.919,8	8.646,8

La nota 33 analiza con mayor detalle los compromisos crediticios 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 «Gobierno y gestión del BPI» se enumeran los miembros de ambos órganos. En la nota 19 se describen los esquemas de prestaciones post-empleo del Banco.

A. Partes relacionadas: particulares

La remuneración total de los altos cargos contabilizada en la Cuenta de pérdidas y ganancias fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de CHF	2010	2009
Salarios, asignaciones y cobertura médica	6,9	6,4
Prestaciones post-empleo	1,9	1,7
Remuneración total en millones de CHF	8,8	8,1
Equivalente en DEG	5,5	4,7

En la nota 25 se detalla la remuneración total del Consejo de Administración.

El Banco ofrece cuentas de depósito personales 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		
<i>En millones de CHF</i>	2010	2009
Saldo al comienzo del ejercicio	12,8	18,0
Cantidades depositadas, incluidos ingresos por intereses (neto de impuestos retenidos) y nuevas entradas	8,6	3,4
Cantidades retiradas y salidas	(1,7)	(8,6)
Saldo al cierre del ejercicio en millones de CHF	19,7	12,8
Equivalente en DEG	12,3	7,6
Gastos por intereses en depósitos (millones de CHF)	0,4	0,7
Equivalente en DEG	0,2	0,4

En el cuadro anterior están consignadas las cantidades relativas a los miembros del Consejo de Administración y altos cargos que fueron nombrados durante el ejercicio fiscal, así como otros depósitos recibidos. También se incluyen las cantidades correspondientes a los miembros del Consejo de Administración y altos cargos que cesaron en su cargo durante el ejercicio fiscal, así como otras retiradas de fondos.

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 2010, el saldo total de las cuentas inmovilizadas ascendía a 20,0 millones de DEG (2009: 19,2 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 habitual 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 aplicada por el Banco consiste en realizar operaciones con dichas partes en las mismas condiciones que con otros clientes.

Depósitos en monedas de bancos centrales e instituciones conexas que se consideran partes relacionadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Saldo al comienzo del ejercicio	50.475,4	53.998,3
Cantidades depositadas	356.011,2	120.912,0
Vencimientos, amortizaciones y oscilaciones del valor razonable	(351.789,4)	(123.325,4)
Variaciones netas de las cuentas con preaviso	2.815,4	(1.109,5)
Saldo al cierre del ejercicio	57.512,6	50.475,4
Porcentaje del total de depósitos en monedas al cierre del ejercicio	29,4%	25,6%

Depósitos en oro de bancos centrales e instituciones conexas que se consideran partes relacionadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Saldo al comienzo del ejercicio	19.468,7	26.336,1
Cantidades depositadas	40,8	55,0
Retiradas netas y oscilaciones del precio del oro	(40,8)	(218,8)
Variación neta de las cuentas de oro a la vista	8.220,0	(6.703,6)
Saldo al cierre del ejercicio	27.688,7	19.468,7
Porcentaje del total de depósitos en oro al cierre del ejercicio	86,4%	84,5%

Títulos adquiridos con pacto de reventa a bancos centrales e instituciones conexas que se consideran partes relacionadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo		
<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Saldo al comienzo del ejercicio	4.602,5	3.271,9
Cantidades depositadas garantizadas	903.642,0	889.828,4
Vencimientos y oscilaciones del valor razonable	(903.301,8)	(888.497,8)
Saldo al cierre del ejercicio	4.942,7	4.602,5
Porcentaje del total de títulos adquiridos con pacto de reventa al cierre del ejercicio	11,7%	11,9%

Otros importes con bancos centrales e instituciones conexas que se consideran partes relacionadas

El Banco mantiene cuentas a la vista en monedas con bancos centrales e instituciones conexas a las que considera partes relacionadas, cuyo saldo total a 31 de marzo de 2010 ascendía a 1.417,9 millones de DEG (2009: 881,5 millones de DEG). El oro mantenido en cuentas a la vista con estas entidades ascendía a 41.575,7 millones de DEG a 31 de marzo de 2010 (2009: 22.605,8 millones de DEG).

Operaciones con derivados con bancos centrales e instituciones conexas que se consideran partes relacionadas

El Banco realiza operaciones con derivados con bancos centrales e instituciones conexas a las que considera partes relacionadas, como son operaciones con divisas y *swaps* de tasas de interés. El valor nominal agregado de estas operaciones en el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010 ascendía a 19.431,3 millones de DEG (2009: 6.510,0 millones de DEG).

38. Pasivos contingentes

A 31 de marzo de 2010, el Banco no contaba con ningún pasivo contingente significativo.

Suficiencia de capital

1. Capital

A continuación se desglosa el capital de Nivel 1 del BPI y su capital total a 31 de marzo de 2010.

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Capital en acciones	683,9	683,9
Reservas estatutarias según Balance	10.668,7	10.367,3
a deducir: Acciones propias en cartera	(1,7)	(1,7)
Capital de Nivel 1	11.350,9	11.049,5
Cuenta de pérdidas y ganancias	1.859,8	446,1
Otras partidas de patrimonio	2.564,6	2.220,3
Capital total	15.775,3	13.715,9

El Banco comprueba continuamente la suficiencia de su capital con la ayuda de un proceso de planificación anual del capital y del negocio.

El BPI ha implementado un marco de gestión de riesgos acorde al documento *Convergencia internacional de medidas y normas de capital: marco revisado* (el Marco de Basilea II), redactado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en junio de 2006. Su implementación incluye los tres pilares del Marco, 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 persigue un nivel de solvencia sustancialmente mayor que el umbral mínimo de capital exigido por el Marco de Basilea II.

2. Capital económico

El Banco evalúa la suficiencia de su capital a partir de marcos de capital económico para los riesgos de mercado, de crédito, operacional y de otro tipo. Estos marcos están diseñados para determinar el patrimonio necesario para absorber pérdidas en sus posiciones con riesgo, asumiendo un umbral de confianza estadístico acorde con el objetivo de mantener una excelente solvencia. Estos marcos permiten calcular su capital económico para un intervalo de confianza del 99,995% y un horizonte de mantenimiento de un año, excepto para riesgos distintos de los de mercado, crédito y operacional. El capital económico adicional que se reserva para estos otros riesgos se basa en la evaluación llevada a cabo por la Alta Dirección del Banco sobre los riesgos que no quedan cubiertos, o al menos no totalmente, por dichos cálculos.

El cuadro siguiente resume la utilización del capital económico del Banco para los riesgos de crédito, de mercado, operacional y de otro tipo:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2010	2009
Riesgo de crédito	5.659,8	5.673,7
Riesgo de mercado	2.708,7	3.099,8
Riesgo operacional	475,0	425,0
Otros riesgos	300,0	300,0
Utilización total del capital económico	9.143,5	9.498,5

3. Activos ponderados por riesgo y requerimientos mínimos de capital en el Marco de 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		2010			2009		
	Método utilizado	Exposición al riesgo	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)	Exposición al riesgo	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)
<i>En millones de DEG</i>							
Riesgo de crédito							
Posiciones frente a soberanos, bancos y empresas	Método Avanzado basado en calificaciones internas: (B) se calcula como (A) x 8%	207.871,9	9.027,4	722,2	225.017,7	10.114,8	809,2
Titulizaciones, carteras gestionadas externamente y otros activos	Método Estándar: (B) se calcula como (A) x 8%	2.820,7	1.159,5	92,8	3.342,2	1.291,0	103,3
Riesgo de mercado							
Posiciones con riesgo de divisas y riesgo de precio del oro	Método de Modelos Internos: (A) se calcula como (B) / 8%	-	10.768,1	861,4	-	15.783,5	1.262,7
Riesgo operacional							
	Método de Medición Avanzada: (A) se calcula como (B) / 8%	-	2.256,3	180,5	-	2.250,0	180,0
Total			23.211,3	1.856,9		29.439,3	2.355,2

Para el riesgo de crédito, el Banco aplica en la mayoría de sus exposiciones 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 obtienen a partir del VaR y se traducen en activos ponderados por riesgo teniendo en cuenta 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.

4. 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 siguiente muestra dicho coeficiente para el Banco en base al Marco de Basilea II.

A 31 de marzo

En millones de DEG

	2010	2009
Capital de Nivel 1	11.350,9	11.049,5
a deducir: Pérdidas esperadas	-	(13,9)
Capital de Nivel 1, neto de pérdidas esperadas (A)	11.350,9	11.035,6
Total de activos ponderados por riesgo (B)	23.211,3	29.439,3
Coeficiente de capital de Nivel 1 (A) / (B)	48,9%	37,5%

Tal y como exige Basilea II, la pérdida esperada para las posiciones con riesgo de crédito se calcula con el Método Avanzado basado en calificaciones internas. Dicha pérdida se calcula en la fecha de cierre del Balance teniendo en cuenta la provisión por deterioro que se refleja en los estados financieros del Banco. En la nota 2 se explica esta provisión. En virtud del Marco de Basilea II, la pérdida esperada se compara con la provisión por deterioro y cualquier diferencia negativa se deduce del capital de Nivel 1. A 31 de marzo de 2010, la provisión por deterioro era superior a la pérdida esperada.

El Banco mantiene un nivel de solvencia muy alto y evalúa exhaustivamente su capital teniendo en cuenta su idiosincrasia, manteniendo en todo momento una posición de capital sustancialmente superior al mínimo exigido.

Gestión de riesgos

1. Riesgos para el Banco

El Banco presta servicio a sus clientes, principalmente bancos centrales, autoridades monetarias e instituciones financieras internacionales, para 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 solidez 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 de riesgos 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.

2. Metodología y organización de la gestión de riesgos

Aspectos generales

El Banco goza de una calidad crediticia excelente 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;
- intentando 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 cuidado 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, quien 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 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 ligados a las políticas relacionadas 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 la gestión independiente del riesgo operacional se reparte entre la unidad 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 internas, políticas y mejores prácticas.

La Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional identifica y evalúa los riesgos ligados al cumplimiento de las normas, al tiempo que orienta y educa al personal en dicha materia. El Jefe de esta unidad también informa directamente al Comité de Auditoría, que es uno de los órganos asesores del Consejo de Administración.

La unidad de Finanzas y los Servicios Jurídicos también contribuyen a la gestión de riesgos del Banco. La primera aplica un control independiente sobre 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 cumplan con su política y procedimientos de valoración, y que los procesos y procedimientos que influyen en dichas valoraciones sean conformes a las mejores prácticas. Finanzas responde directamente ante el Secretario General 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 actuación incluye el análisis de los procedimientos para la gestión del riesgo, los sistemas de control internos, los sistemas de información y los procesos de buen gobierno. Auditoría Interna responde directamente ante el Comité de Auditoría y, en última instancia, ante el Director General y el Director General Adjunto.

B. Seguimiento e informes 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 preparados por 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 un informe anual de la unidad de Control de Riesgos, cuya preparación está sujeta a exhaustivas políticas y procedimientos que garantizan un férreo control.

C. Metodología para la gestión de riesgos

El Banco utiliza diferentes métodos cuantitativos para valorar los instrumentos financieros y calcular el riesgo para su beneficio y patrimonio. El Banco ajusta estos criterios a medida que va cambiando su entorno de riesgo y evolucionan las mejores prácticas del 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, operacional y de otro tipo, 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 adicional de capital económico para aquellos riesgos que no queden totalmente cubiertos por dichos cálculos, de acuerdo con 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 aplica 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 frente 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 agregado. 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 interna 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 país) se calcula, vigila y limita a partir del cálculo de capital económico que el Banco realiza para dicho riesgo, basado en un modelo VaR de cartera. 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 reconversión con fuerza legal. Los activos y pasivos correspondientes no se compensan en el Balance del Banco.

El Banco, a través de acuerdos de recompra a la inversa, 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 recurriendo a 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

Las posiciones recogidas en el siguiente cuadro se basan en el valor contable del activo en balance por sectores, región y calidad crediticia. El oro y los préstamos de oro no incluyen el oro mantenido en custodia, y las cuentas por cobrar no incluyen las partidas relacionadas con pasivos no liquidados, dado que estas partidas no entrañan una exposición del Banco 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, neto de recargos por deterioro. Los compromisos se contabilizan en términos nominales.

Riesgo de impago por tipo de activo y de emisor

Los siguientes cuadros no tienen en cuenta las garantías en poder del Banco ni las mejoras crediticias a su disposición.

A 31 de marzo de 2010	Soberanos y bancos centrales	Sector público	Bancos	Empresas	Titulización	Total
<i>En millones de DEG</i>						
Exposiciones en balance						
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	1.419,9	–	96,3	–	–	1.516,2
Oro y préstamos de oro	–	–	1.440,6	23,5	–	1.464,1
Letras del Tesoro	84.714,8	–	–	–	–	84.714,8
Títulos adquiridos con pacto de reventa	4.942,7	–	35.497,5	1.865,7	–	42.305,9
Préstamos y anticipos	2.887,0	655,4	15.746,2	–	–	19.288,6
Deuda pública y otros títulos	24.325,0	12.411,4	12.464,5	2.378,4	2.108,4	53.687,7
Derivados	48,7	139,1	9.926,1	0,8	–	10.114,7
Cuentas por cobrar	182,6	–	378,8	9,4	–	570,8
Exposición total en balance	118.520,7	13.205,9	75.550,0	4.277,8	2.108,4	213.662,8
Compromisos						
Facilidades sin garantías no dispuestas	2.420,7	–	–	–	–	2.420,7
Facilidades garantizadas no dispuestas	2.499,1	–	–	–	–	2.499,1
Compromisos totales	4.919,8	–	–	–	–	4.919,8
Exposición total	123.440,5	13.205,9	75.550,0	4.277,8	2.108,4	218.582,6

A 31 de marzo de 2009	Soberanos y bancos centrales	Sector público	Bancos	Empresas	Titulización	Total
<i>En millones de DEG</i>						
Exposiciones en balance						
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	884,6	–	30,6	–	–	915,2
Oro y préstamos de oro	–	–	2.672,1	138,3	–	2.810,4
Letras del Tesoro	96.421,9	–	–	–	–	96.421,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	4.691,5	–	32.970,0	932,9	–	38.594,4
Préstamos y anticipos	7.542,6	502,0	10.468,1	–	–	18.512,7
Deuda pública y otros títulos	20.437,1	11.889,9	19.161,3	1.849,3	2.426,1	55.763,7
Derivados	102,0	49,9	13.597,2	–	–	13.749,1
Cuentas por cobrar	–	–	722,5	11,0	–	733,5
Exposición total en balance	130.079,7	12.441,8	79.621,8	2.931,5	2.426,1	227.500,9
Compromisos						
Facilidades sin garantías no dispuestas	234,5	–	–	–	–	234,5
Facilidades garantizadas no dispuestas	8.412,3	–	–	–	–	8.412,3
Compromisos totales	8.646,8	–	–	–	–	8.646,8
Exposición total	138.726,5	12.441,8	79.621,8	2.931,5	2.426,1	236.147,7

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 otorgada por al menos una de las principales agencias externas de calificación. 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.

Riesgo de impago por región

Los siguientes cuadros no tienen en cuenta las garantías en poder del Banco ni las mejoras crediticias a su disposición.

A 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	África y Europa	Asia-Pacífico	América	Instituciones internacionales	Total
Exposiciones en balance					
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	1.425,4	0,8	90,0	–	1.516,2
Oro y préstamos de oro	967,5	258,8	237,8	–	1.464,1
Letras del Tesoro	43.846,7	40.642,0	226,1	–	84.714,8
Títulos adquiridos con pacto de reventa	37.363,3	4.777,9	164,7	–	42.305,9
Préstamos y anticipos	14.323,0	3.554,4	822,5	588,7	19.288,6
Deuda pública y otros títulos	33.323,6	4.219,2	9.656,9	6.488,0	53.687,7
Derivados	7.106,0	237,3	2.771,4	–	10.114,7
Cuentas por cobrar	99,7	91,6	379,5	–	570,8
Exposición total en balance	138.455,2	53.782,0	14.348,9	7.076,7	213.662,8
Compromisos					
Facilidades sin garantías no dispuestas	2.223,4	197,3	–	–	2.420,7
Facilidades garantizadas no dispuestas	638,3	1.860,8	–	–	2.499,1
Compromisos totales	2.861,7	2.058,1	–	–	4.919,8
Exposición total	141.316,9	55.840,1	14.348,9	7.076,7	218.582,6

A 31 de marzo de 2009

<i>En millones de DEG</i>	África y Europa	Asia-Pacífico	América	Instituciones internacionales	Total
Exposiciones en balance					
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	882,9	0,4	31,9	–	915,2
Oro y préstamos de oro	2.087,9	345,1	377,4	–	2.810,4
Letras del Tesoro	45.541,2	43.128,2	7.752,5	–	96.421,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	33.522,9	4.273,9	797,6	–	38.594,4
Préstamos y anticipos	13.573,1	2.417,3	2.278,7	243,6	18.512,7
Deuda pública y otros títulos	32.430,8	5.750,7	11.008,1	6.574,1	55.763,7
Derivados	9.835,8	185,4	3.727,9	–	13.749,1
Cuentas por cobrar	232,5	119,0	382,0	–	733,5
Exposición total en balance	138.107,1	56.220,0	26.356,1	6.817,7	227.500,9
Compromisos					
Facilidades sin garantías no dispuestas	33,5	201,0	–	–	234,5
Facilidades garantizadas no dispuestas	1.039,8	7.372,5	–	–	8.412,3
Compromisos totales	1.073,3	7.573,5	–	–	8.646,8
Exposición total	139.180,4	63.793,5	26.356,1	6.817,7	236.147,7

El Banco distribuye su exposición entre las distintas regiones a partir del país en el que está constituida legalmente la entidad.

Riesgo de impago por tipo de activo financiero

Los siguientes cuadros no tienen en cuenta las garantías en poder del Banco ni las mejoras crediticias a su disposición.

A 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	AAA	AA	A	BBB	BB e inferior	Sin calificar	Total
Exposiciones en balance							
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	1.418,2	6,6	90,7	0,6	-	0,1	1.516,2
Oro y préstamos de oro	-	347,4	1.093,2	23,5	-	-	1.464,1
Letras del Tesoro	29.892,4	45.901,5	8.920,9	-	-	-	84.714,8
Títulos adquiridos con pacto de reventa	164,8	9.935,1	32.206,0	-	-	-	42.305,9
Préstamos y anticipos	1.731,9	3.962,9	12.705,2	230,8	657,8	-	19.288,6
Deuda pública y otros títulos	33.369,9	12.306,2	7.710,4	301,2	-	-	53.687,7
Derivados	147,4	1.563,4	8.365,3	1,4	37,2	-	10.114,7
Cuentas por cobrar	467,7	91,6	-	-	-	11,5	570,8
Exposición total en balance	67.192,3	74.114,7	71.091,7	557,5	695,0	11,6	213.662,8
<i>En porcentaje</i>	<i>31,4%</i>	<i>34,7%</i>	<i>33,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>-</i>	<i>100%</i>
Compromisos							
Sin garantías	2.223,4	-	-	197,3	-	-	2.420,7
Garantizados	219,1	468,3	700,1	871,7	239,9	-	2.499,1
Compromisos totales	2.442,5	468,3	700,1	1.069,0	239,9	-	4.919,8
Exposición total	69.634,8	74.583,0	71.791,8	1.626,5	934,9	11,6	218.582,6

A 31 de marzo de 2009

	AAA	AA	A	BBB	BB e inferior	Sin calificar	Total
<i>En millones de DEG</i>							
Exposiciones en balance							
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	883,3	4,6	5,8	0,4	–	21,1	915,2
Oro y préstamos de oro	–	685,9	1.986,2	138,3	–	–	2.810,4
Letras del Tesoro	38.974,5	48.490,5	8.956,9	–	–	–	96.421,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	328,6	18.359,8	19.816,9	89,1	–	–	38.594,4
Préstamos y anticipos	4.482,1	3.403,7	7.322,8	167,5	3.136,6	–	18.512,7
Deuda pública y otros títulos	32.972,5	13.715,2	8.988,2	87,8	–	–	55.763,7
Derivados	383,8	1.999,4	11.268,0	–	97,9	–	13.749,1
Cuentas por cobrar	397,7	–	221,5	103,3	–	11,0	733,5
Exposición total en balance	78.422,5	86.659,1	58.566,3	586,4	3.234,5	32,1	227.500,9
<i>En porcentaje</i>	<i>34,5%</i>	<i>38,1%</i>	<i>25,8%</i>	<i>0,2%</i>	<i>1,4%</i>	<i>–</i>	<i>100%</i>
Compromisos							
Sin garantías	–	–	–	234,5	–	–	234,5
Garantizados	–	2.432,9	4.178,5	1.572,3	228,6	–	8.412,3
Compromisos totales	–	2.432,9	4.178,5	1.806,8	228,6	–	8.646,8
Exposición total	78.422,5	89.092,0	62.744,8	2.393,2	3.463,1	32,1	236.147,7

Las columnas corresponden a las calificaciones internas del Banco expresadas como equivalentes de calificaciones externas. La gran mayoría de las posiciones del Banco reciben una calificación equivalente a A– o superior.

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.

Los préstamos de oro incluyen una provisión de 23,5 millones de DEG a raíz de una revisión por deterioro a 31 de marzo de 2010 (a 31 de marzo de 2009: 18,3 millones de DEG). El incremento en la provisión durante el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2010 se debe a oscilaciones en el precio de oro.

D. Reducción del riesgo de crédito mediante garantías

A 31 de marzo

En millones de DEG	2010		2009	
	Valor razonable de los contratos relevantes	Valor razonable de las garantías	Valor razonable de los contratos relevantes	Valor razonable de las garantías
Garantías recibidas en concepto de:				
Títulos adquiridos con pacto de reventa	34.301,6	35.055,3	33.625,0	33.725,5
Préstamos y anticipos	1.512,8	2.170,6	3.136,5	5.013,4
Derivados	4.144,6	4.425,2	4.957,3	4.542,4
Total	39.959,0	41.651,1	41.718,8	43.281,3

El Banco no constituyó garantías en ninguno de sus contratos de instrumentos financieros a 31 de marzo de 2010 (2009: nulo).

El cuadro anterior muestra las garantías recibidas por el Banco, excluidas las transacciones pendientes de liquidación (en las que no se han intercambiado garantías ni efectivo). Las garantías recibidas corresponden a acuerdos con pacto de recompra a la inversa y acuerdos de garantías para determinados derivados. El Banco está autorizado a vender o pignorar estas garantías, pero debe entregar instrumentos financieros equivalentes al vencimiento del contrato. El Banco también concede a sus clientes préstamos garantizados y anticipos en concepto de facilidades de crédito permanentes comprometidas y no comprometidas.

El Banco acepta los títulos soberanos como garantía para los derivados. Las garantías admisibles en *repos* a la inversa comprenden deuda soberana y supranacional, así como títulos de agencias estadounidenses. Las garantías admisibles para préstamos y anticipos incluyen depósitos en monedas con el Banco y unidades de inversión en las estructuras de fondo abierto del Banco (BISIPs) y títulos de carteras gestionadas por el BPI. A 31 de marzo de 2010, el volumen total no utilizado de las facilidades comprometidas garantizadas del que podría disponerse sujeto a la provisión de garantías por el cliente ascendía a 2.499,1 millones de DEG (2009: 8.412,3 millones de DEG).

Debido al impago de una contraparte en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2009, se embargaron y vendieron letras del Tesoro estadounidense mantenidas en garantía por importe de 735,5 millones de DEG. La ausencia de impagos durante el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2010 hizo que el Banco no tuviera que ejecutar ninguna garantía.

E. Capital económico para el riesgo de crédito

El Banco determina el capital económico para el riesgo de crédito aplicando una metodología basada en un modelo VaR de cartera, asumiendo un horizonte temporal de un año y un intervalo de confianza del 99,995%. El cuadro siguiente muestra la exposición del Banco al riesgo de mercado en términos de capital económico utilizado a lo largo de los dos últimos ejercicios financieros.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2010				2009			
	Promedio	Máximo	Mínimo	A 31 de marzo	Promedio	Máximo	Mínimo	A 31 de marzo
Capital económico utilizado para riesgo de crédito	5.653,2	6.072,9	5.110,5	5.659,8	6.080,1	6.596,3	5.389,1	5.673,7

F. 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 parámetros 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 calcula su EAD como el importe notional de todas sus exposiciones al riesgo de crédito tanto dentro como fuera de balance, excepto los derivados, cuya EAD se calcula con un mecanismo acorde al Método de Modelos Internos del Marco de Basilea II. En virtud de esta metodología, el Banco calcula sus exposiciones positivas esperadas efectivas y las multiplica por un factor alfa tal y como se recoge en dicho marco.

Los principales parámetros de esta función son la probabilidad de incumplimiento estimada a un año (PD), así como la pérdida en caso de incumplimiento (LGD) y el vencimiento (M) de 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. 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 frecuente de garantías y la frecuencia con la que se reajustan las valoraciones.

El cuadro siguiente muestra el cálculo de los activos ponderados por riesgo. La exposición al riesgo se calcula teniendo en cuenta los efectos de la compensación de saldos en cuenta y de las garantías. La exposición total al riesgo recogida en el cuadro a 31 de marzo de 2010 incluye 4.687,7 millones de DEG (2009: 7.024,8 millones de DEG) en concepto de contratos sobre tasas de interés y 6.028,4 millones de DEG (2009: 5.108,0 millones de DEG) en concepto de contratos sobre divisas y oro.

A 31 de marzo de 2010

Calificaciones internas expresadas como equivalentes de calificaciones externas	Volumen de la exposición	PD ponderada por exposición	LGD media ponderada por exposición	Coefficiente de riesgo medio ponderado por exposición	Activos ponderados por riesgo
<i>En porcentaje/millones de DEG</i>	<i>Millones DEG</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>Millones DEG</i>
AAA	64.185,5	0,006	31,8	2,7	1.705,0
AA	70.006,0	0,02	28,3	3,8	2.689,4
A	70.804,3	0,06	21,0	5,9	4.147,2
BBB	1.916,2	0,31	16,9	12,0	230,8
BB e inferior	959,9	9,85	6,2	26,6	255,0
Total	207.871,9				9.027,4

A 31 de marzo de 2009

Calificaciones internas expresadas como equivalentes de calificaciones externas	Volumen de la exposición	PD ponderada por exposición	LGD media ponderada por exposición	Coefficiente de riesgo medio ponderado por exposición	Activos ponderados por riesgo
<i>En porcentaje/millones de DEG</i>	<i>Millones DEG</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>Millones DEG</i>
AAA	73.642,3	0,005	30,8	2,4	1.803,0
AA	86.205,5	0,02	25,3	3,6	3.109,3
A	59.283,3	0,05	23,9	6,9	4.119,8
BBB	3.848,8	0,62	11,8	11,0	425,3
BB e inferior	2.037,8	11,34	7,7	32,3	657,4
Total	225.017,7				10.114,8

Exposición a las titulizaciones

El Banco solo invierte en titulizaciones de elevada calificación basadas en estructuras tradicionales (es decir, no sintéticas), cuya ponderación por riesgo se realiza mediante el Método Estándar.

Debido al ámbito de actividad del Banco, la ponderación por riesgo de sus activos con arreglo al Marco de Basilea II se realiza a partir del Método Estándar para titulizaciones, por el que se utilizan las calificaciones crediticias externas para determinar las ponderaciones por riesgo correspondientes a los activos en cuestión. Las agencias externas de calificación a las que se recurre 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 nominales 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 2010

<i>En millones de DEG</i>	Calificación externa	Volumen de la exposición	Ponderación por riesgo	Activos ponderados por riesgo
Títulos respaldados por hipotecas para vivienda (RMBS)	AAA	471,6	20%	94,3
Títulos respaldados por cuentas por cobrar de tarjetas de crédito	AAA	857,6	20%	171,5
Títulos respaldados por otras cuentas por cobrar (con respaldo del Gobierno)	AAA	747,2	20%	149,5
Total		2.076,4		415,3

A 31 de marzo de 2009

<i>En millones de DEG</i>	Calificación externa	Volumen de la exposición	Ponderación por riesgo	Activos ponderados por riesgo
Títulos respaldados por hipotecas para vivienda (RMBS)	AAA	649,3	20%	129,9
Títulos respaldados por cuentas por cobrar de tarjetas de crédito	AAA	1.176,8	20%	235,3
Títulos respaldados por otras cuentas por cobrar (con respaldo del Gobierno)	AAA	737,9	20%	147,6
Total		2.564,0		512,8

4. Riesgo de mercado

El Banco se expone a este riesgo a través de la fluctuación adversa 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. 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 tiene en cuenta la sensibilidad frente a determinados factores de riesgo de mercado.

En línea con el objetivo del Banco de mantener su excelente calidad crediticia, éste calcula su capital económico para un intervalo de confianza del 99,995%, asumiendo un periodo de mantenimiento de un año. La Alta Dirección del Banco gestiona el uso del 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 a partir de hechos pasados.

Para garantizar que los modelos estiman 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 120 toneladas (2009: 120 toneladas), los cuales se mantienen en custodia o en consignación con bancos comerciales. A 31 de marzo de 2010, los activos netos de inversión en oro del Banco en oro ascendían a 2.811,2 millones de DEG (2009: 2.358,1 millones de DEG), lo que supone aproximadamente el 18% de su patrimonio (2009: 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 (incluidos los diferenciales de rendimiento) sobre las condiciones financieras del Banco.

El Banco está expuesto a este riesgo a través de los activos remunerados relacionados con la gestión de su patrimonio en sus carteras de inversión y de sus inversiones relacionadas con sus carteras bancarias. Las carteras de inversión se gestionan mediante un conjunto de bonos de referencia con un objetivo de duración fijo.

El Banco estima y vigila este riesgo aplicando un método VaR y un análisis de sensibilidad que incluyen las oscilaciones de las tasas pertinentes del mercado monetario, de la deuda pública y de los *swaps*, así como los diferenciales de rendimiento relevantes.

Los cuadros siguientes muestran cómo afectaría al patrimonio del Banco una subida del 1% de la correspondiente curva de rendimientos, por bandas temporales:

A 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 6 meses	6 a 12 meses	1 a 2 años	2 a 3 años	3 a 4 años	4 a 5 años	Más de 5 años
Euro	(3,7)	(8,4)	(12,8)	(20,4)	(11,3)	(16,4)	(48,1)
Yen japonés	0,3	(2,6)	(6,7)	(12,2)	(16,0)	(5,8)	(0,9)
Libra esterlina	0,6	(1,0)	(4,9)	(7,3)	(12,8)	(6,3)	-
Franco suizo	0,2	(0,2)	(0,4)	(0,6)	(0,7)	(2,9)	4,6
Dólar de EEUU	16,8	(18,4)	(17,4)	(34,1)	(49,0)	(20,7)	(19,4)
Otras monedas	16,9	15,5	(9,4)	0,5	(0,4)	(0,4)	-
Total	31,1	(15,1)	(51,6)	(74,1)	(90,2)	(52,5)	(63,8)

A 31 de marzo de 2009

<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	(5,4)	(5,5)	(11,9)	(16,5)	(24,0)	(15,1)	(13,9)
Yen japonés	1,0	(1,3)	(6,6)	(11,3)	(14,6)	(5,1)	(1,7)
Libra esterlina	0,2	(1,3)	(3,6)	(12,9)	(8,7)	(1,7)	(1,9)
Franco suizo	(0,1)	(0,2)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(1,4)	2,7
Dólar de EEUU	(0,6)	(7,6)	(41,5)	(13,8)	(29,1)	(22,6)	(29,3)
Otras monedas	(0,1)	(6,0)	(1,2)	(10,8)	(0,8)	-	-
Total	(5,0)	(21,9)	(65,4)	(65,9)	(77,9)	(45,9)	(44,1)

C. Riesgo de divisas

La moneda funcional del Banco es el DEG, es una cesta de monedas compuesta por 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 los 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 eliminan las cantidades en oro. A continuación se resta la posición neutra en DEG de la posición neta en divisas excluido el oro, para obtener así la posición neta en monedas del Banco en base neutra al DEG.

A 31 de marzo de 2010

	DEG	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Otras monedas	Total
<i>En millones de DEG</i>									
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	-	92,1	110,2	6,7	-	1.303,0	-	4,2	1.516,2
Oro y préstamos de oro	-	11,1	-	-	-	-	43.028,7	-	43.039,8
Letras del Tesoro	-	226,1	37.727,4	3.309,1	40.642,0	374,8	-	2.435,4	84.714,8
Títulos adquiridos con pacto de reventa	-	164,8	33.618,8	3.744,4	4.777,9	-	-	-	42.305,9
Préstamos y anticipos	474,0	8.424,2	4.049,1	552,6	460,2	4.492,9	-	835,6	19.288,6
Deuda pública y otros títulos	-	24.646,8	22.876,5	3.088,0	1.587,0	32,6	-	1.456,8	53.687,7
Instrumentos financieros derivados	3,3	92.178,4	(34.182,7)	455,8	(41.264,4)	(661,0)	(5.295,8)	(1.118,9)	10.114,7
Cuentas por cobrar	0,1	2.300,2	1.456,2	66,4	92,7	8,6	-	111,5	4.035,7
Terrenos, edificios y equipamiento	185,8	-	-	-	-	4,1	-	-	189,9
Total	663,2	128.043,7	65.655,5	11.223,0	6.295,4	5.555,0	37.732,9	3.724,6	258.893,3
Pasivo									
Depósitos en monedas	(1.821,3)	(132.064,1)	(43.134,8)	(10.403,6)	(4.423,6)	(1.240,5)	-	(2.667,2)	(195.755,1)
Depósitos en oro	-	(7,1)	-	-	-	-	(32.057,0)	-	(32.064,1)
Instrumentos financieros derivados	12,1	12.211,3	(8.789,8)	515,2	99,4	(4.305,3)	(2.867,1)	(1.063,2)	(4.187,4)
Cuentas por pagar	-	(2.064,0)	(8.619,2)	(17,6)	(91,6)	-	-	-	(10.792,4)
Otros pasivos	-	(67,2)	(0,3)	-	-	(251,5)	-	-	(319,0)
Total	(1.809,2)	(121.991,1)	(60.544,1)	(9.906,0)	(4.415,8)	(5.797,3)	(34.924,1)	(3.730,4)	(243.118,0)
Posición neta en monedas y en oro	(1.146,0)	6.052,6	5.111,4	1.317,0	1.879,6	(242,3)	2.808,8	(5,8)	15.775,3
Ajuste por activos de inversión en oro	-	-	-	-	-	-	(2.808,8)	-	(2.808,8)
Posición neta en monedas	(1.146,0)	6.052,6	5.111,4	1.317,0	1.879,6	(242,3)	-	(5,8)	12.966,5
Posición neutra al DEG	1.146,0	(5.866,7)	(5.145,9)	(1.272,2)	(1.827,7)	-	-	-	(12.966,5)
Posición neta en monedas en base neutra al DEG	-	185,9	(34,5)	44,8	51,9	(242,3)	-	(5,8)	-

A 31 de marzo de 2009

	DEG	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Otras monedas	Total
<i>En millones de DEG</i>									
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	-	28,9	175,2	6,4	-	696,2	-	8,5	915,2
Oro y préstamos de oro	-	19,1	-	-	-	-	25.397,1	-	25.416,2
Letras del Tesoro	-	7.752,5	43.738,8	1.802,4	43.128,2	-	-	-	96.421,9
Títulos adquiridos con pacto de reventa	-	797,6	27.986,9	5.536,0	4.273,9	-	-	-	38.594,4
Préstamos y anticipos	243,7	8.999,5	7.619,1	1.077,5	4,0	443,5	-	125,4	18.512,7
Deuda pública y otros títulos	-	27.233,4	22.706,3	2.704,9	1.437,8	30,6	-	1.650,7	55.763,7
Instrumentos financieros derivados	21,0	65.576,9	(12.368,7)	370,2	(41.023,4)	191,4	-	981,7	13.749,1
Cuentas por cobrar	0,1	3.719,7	959,8	988,6	110,1	11,1	-	33,1	5.822,5
Terrenos, edificios y equipamiento	183,1	-	-	-	-	7,9	-	-	191,0
Total	447,9	114.127,6	90.817,4	12.486,0	7.930,6	1.380,7	25.397,1	2.799,4	255.386,7
Pasivo									
Depósitos en monedas	(2.015,5)	(134.278,9)	(41.524,2)	(11.597,5)	(3.935,6)	(1.220,8)	-	(2.649,7)	(197.222,2)
Depósitos en oro	-	(13,0)	-	-	-	-	(23.039,1)	-	(23.052,1)
Instrumentos financieros derivados	2,2	26.485,3	(34.192,0)	2.970,0	(1.846,9)	(144,5)	-	(90,9)	(6.816,8)
Cuentas por pagar	-	(532,0)	(10.482,5)	(2.662,2)	(442,3)	-	-	(92,5)	(14.211,5)
Otros pasivos	-	(153,3)	(0,4)	-	-	(214,5)	-	-	(368,2)
Total	(2.013,3)	(108.491,9)	(86.199,1)	(11.289,7)	(6.224,8)	(1.579,8)	(23.039,1)	(2.833,1)	(241.670,8)
Posición neta en monedas y en oro	(1.565,4)	5.635,7	4.618,3	1.196,3	1.705,8	(199,1)	2.358,0	(33,7)	13.715,9
Ajuste por activos de inversión en oro	-	-	-	-	-	-	(2.358,0)	-	(2.358,0)
Posición neta en monedas	(1.565,4)	5.635,7	4.618,3	1.196,3	1.705,8	(199,1)	-	(33,7)	11.357,9
Posición neutra al DEG	1.565,4	(5.472,6)	(4.718,3)	(1.122,7)	(1.609,7)	-	-	-	(11.357,9)
Posición neta en monedas en base neutra al DEG	-	163,1	(100,0)	73,6	96,1	(199,1)	-	(33,7)	-

D. Capital económico por riesgo de mercado

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 en función de la fluctuación 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. El cuadro siguiente muestra la exposición del Banco al riesgo de mercado en términos de capital económico utilizado a lo largo de los dos últimos ejercicios financieros.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2010				2009			
	Promedio	Máximo	Mínimo	A 31 de marzo	Promedio	Máximo	Mínimo	A 31 de marzo
Capital económico utilizado para riesgo de mercado	2.803,0	3.097,8	2.374,1	2.708,7	2.614,0	3.386,9	1.928,0	3.099,8

El cuadro siguiente analiza en profundidad la exposición del Banco al riesgo de mercado por tipos de riesgo.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2010				2009			
	Promedio	Máximo	Mínimo	A 31 de marzo	Promedio	Máximo	Mínimo	A 31 de marzo
Riesgo del precio del oro	1.870,9	2.013,0	1.721,9	1.900,9	1.690,5	2.325,1	1.312,6	2.009,1
Riesgo de tasas de interés	1.790,8	2.182,7	1.434,4	1.647,9	1.972,7	2.519,9	1.404,8	2.209,1
Riesgo de divisas	715,2	800,4	651,3	658,4	502,7	769,0	301,6	769,0
Efectos de correlación y de diversificación	(1.573,9)	(1.815,3)	(1.454,9)	(1.498,5)	(1.551,9)	(2.073,7)	(1.164,2)	(1.887,4)

E. Requerimientos mínimos de capital por riesgo de mercado

Para calcular los requerimientos mínimos de capital en concepto de riesgo de mercado con arreglo al Marco de 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 periodo de observación histórica de un año.

El requerimiento mínimo de capital efectivo se calcula como el valor más alto entre el VaR en la fecha de cálculo y el promedio del VaR diario de los últimos 60 días hábiles (incluida la fecha de cálculo), sujeto a un factor de multiplicación de tres, más un incremento potencial dependiendo de los resultados del proceso de comprobación. Para el periodo analizado, el número de resultados atípicos en la comprobación se mantuvo dentro del margen para el que no se requiere ningún añadido. El cuadro siguiente resume la evolución del riesgo de mercado pertinente para el cálculo de los requerimientos mínimos de capital durante el periodo de declaración y muestra los requerimientos del Banco para el riesgo de mercado, así como los activos ponderados por su nivel de riesgo a 31 de marzo de 2010.

A 31 de marzo

En millones de DEG	2010			2009		
	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)
Riesgo de mercado: (A) se calcula como (B) / 8%	287,1	10.768,1	861,4	420,9	15.783,5	1.262,7

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.

La envergadura del Balance de situación del Banco depende principalmente de 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 divisas con uno o dos días laborales de preaviso. La gestión del Banco intenta mantener un alto grado de liquidez para poder 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 las situaciones en las el Banco tendría que hacer frente a retiradas desorbitadas de fondos y que definen necesidades adicionales de liquidez a las que el Banco tendría que responder con sus activos líquidos. El nivel de liquidez del Banco se ha mantenido sistemáticamente 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 93% del total de su pasivo (2009: 91%). A 31 de marzo de 2010, los depósitos en monedas y en oro procedían de 174 entidades (2009: 161). Dentro de estos depósitos, se constata un grado significativo de concentración por clientes, acaparando seis de ellos más del 5% del total en base a la fecha de liquidación (2009: siete clientes).

Los cuadros siguientes muestran el perfil de vencimiento de los flujos de efectivo para el activo y pasivo financiero. Las cantidades corresponden a flujos de efectivo no descontados a los que el Banco se compromete.

A 31 de marzo de 2010

<i>En millones de DEG</i>	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	1.516,2	-	-	-	-	-	-	-	1.516,2
Oro y préstamos de oro	41.621,2	188,2	0,2	233,8	285,6	743,1	-	-	43.072,1
Letras del Tesoro	18.983,6	44.817,9	10.718,1	10.160,9	-	-	-	-	84.680,5
Títulos adquiridos con pacto de reventa	30.810,0	2.779,5	749,9	-	-	-	-	-	34.339,4
Préstamos y anticipos	8.977,2	9.138,4	132,8	3,7	17,2	957,9	-	-	19.227,2
Deuda pública y otros títulos	1.798,3	3.172,6	5.605,1	10.821,8	9.349,3	18.426,1	7.214,9	533,3	56.921,4
Total	103.706,5	60.096,6	17.206,1	21.220,2	9.652,1	20.127,1	7.214,9	533,3	239.756,8
Pasivo									
Depósitos en monedas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 ó 2 días de preaviso									
	(7.600,9)	(15.852,5)	(10.355,5)	(9.688,4)	(16.571,6)	(27.601,1)	(3.398,3)	-	(91.068,3)
Otros depósitos en monedas	(78.823,0)	(17.938,3)	(6.997,4)	(1.095,1)	-	-	-	-	(104.853,8)
Depósitos en oro	(31.382,9)	-	-	(232,7)	(66,6)	(386,5)	-	-	(32.068,7)
Títulos vendidos en corto	(0,3)	(0,7)	(2,0)	(1,0)	(4,0)	(12,0)	(20,2)	(78,9)	(119,1)
Total	(117.807,1)	(33.791,5)	(17.354,9)	(11.017,2)	(16.642,2)	(27.999,6)	(3.418,5)	(78,9)	(228.109,9)
Derivados									
<i>Liquidación neta</i>									
Contratos sobre tasas de interés									
	863,1	376,2	625,1	573,6	899,0	609,7	36,8	-	3.983,5
<i>Liquidación bruta</i>									
Contratos sobre tipos de cambio y precio del oro									
Entradas	31.532,0	50.905,4	15.319,8	10.702,2	-	-	-	-	108.459,4
Salidas	(30.879,9)	(49.419,5)	(14.768,8)	(10.284,6)	-	-	-	-	(105.352,8)
Subtotal	652,1	1.485,9	551,0	417,6	-	-	-	-	3.106,6
Contratos sobre tasas de interés – liquidación bruta									
Entradas	35,7	219,0	203,8	136,1	110,8	1.013,0	373,9	-	2.092,3
Salidas	(42,9)	(248,5)	(253,6)	(166,4)	(139,2)	(1.148,2)	(417,0)	-	(2.415,8)
Subtotal	(7,2)	(29,5)	(49,8)	(30,3)	(28,4)	(135,2)	(43,1)	-	(323,5)
Total de derivados	1.508,0	1.832,6	1.126,3	960,9	870,6	474,5	(6,3)	-	6.766,6
Total de flujos de efectivo futuros no descontados	(12.592,6)	28.137,7	977,5	11.163,9	(6.119,5)	(7.398,0)	3.790,1	454,4	18.413,5

A 31 de marzo de 2009

<i>En millones de DEG</i>	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	915,2	-	-	-	-	-	-	-	915,2
Oro y préstamos de oro	22.856,0	458,0	265,1	630,6	375,3	698,4	167,0	-	25.450,4
Letras del Tesoro	17.346,9	48.193,3	15.306,8	15.178,4	-	-	-	-	96.025,4
Títulos adquiridos con pacto de reventa	25.396,5	240,8	1.444,0	-	-	-	-	-	27.081,3
Préstamos y anticipos	9.533,3	7.931,7	804,1	-	-	-	-	-	18.269,1
Deuda pública y otros títulos	3.800,4	7.106,2	3.880,8	4.934,0	12.920,3	17.782,8	9.247,2	921,8	60.593,5
Total	79.848,3	63.930,0	21.700,8	20.743,0	13.295,6	18.481,2	9.414,2	921,8	228.334,9
Pasivo									
Depósitos en monedas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 ó 2 días de preaviso									
	(11.144,1)	(19.693,4)	(15.143,3)	(20.590,2)	(18.218,1)	(29.301,2)	(7.309,7)	-	(121.400,0)
Otros depósitos en monedas	(68.805,4)	(4.635,1)	(1.348,5)	(22,6)	-	-	-	-	(74.811,6)
Depósitos en oro	(21.768,0)	(200,1)	(216,8)	(296,7)	(195,7)	(216,3)	(165,4)	-	(23.059,0)
Títulos vendidos en corto	(0,8)	(1,7)	(2,5)	(4,9)	(9,8)	(29,7)	(49,9)	(185,4)	(284,7)
Total	(101.718,3)	(24.530,3)	(16.711,1)	(20.914,4)	(18.423,6)	(29.547,2)	(7.525,0)	(185,4)	(219.555,3)
Derivados									
<i>Liquidación neta</i>									
Contratos sobre tasas de interés									
	(1.304,0)	588,3	940,4	1.049,2	1.483,8	1.486,7	187,4	0,1	4.431,9
<i>Liquidación bruta</i>									
Contratos sobre tipos de cambio y precio del oro									
Entradas	29.504,3	53.304,7	8.576,4	10.940,4	-	-	-	-	102.325,8
Salidas	(28.771,1)	(52.297,6)	(8.568,4)	(11.221,9)	-	-	-	-	(100.859,0)
Subtotal	733,2	1.007,1	8,0	(281,5)	-	-	-	-	1.466,8
Contratos sobre tasas de interés - liquidación bruta									
Entradas	2,8	53,4	320,9	164,5	610,2	665,5	841,1	-	2.658,4
Salidas	(2,1)	(67,1)	(339,2)	(197,2)	(695,6)	(747,4)	(920,3)	-	(2.968,9)
Subtotal	0,7	(13,7)	(18,3)	(32,7)	(85,4)	(81,9)	(79,2)	-	(310,5)
Total de derivados	(570,1)	1.581,7	930,1	735,0	1.398,4	1.404,8	108,2	0,1	5.588,2
Total de flujos de efectivo futuros no descontados	(22.440,1)	40.981,4	5.919,8	563,6	(3.729,6)	(9.661,2)	1.997,4	736,5	14.367,8

El Banco vende opciones en el desempeño habitual de su negocio bancario. El cuadro siguiente muestra el valor razonable de las opciones vendidas, por fecha de ejercicio.

Opciones vendidas									
<i>En millones de DEG</i>	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
A 31 de marzo de 2010	–	(5,9)	(8,4)	(32,0)	(1,2)	(1,4)	–	–	(48,9)
A 31 de marzo de 2009	(1,2)	(10,2)	(8,4)	(138,4)	(1,8)	(7,9)	(4,3)	–	(172,2)

El cuadro siguiente muestra la fecha de vencimiento contractual de los compromisos crediticios en la fecha de balance.

Fecha de vencimiento contractual									
<i>En millones de DEG</i>	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	Indeterminado	Total
A 31 de marzo de 2010	2.683,8	–	–	375,2	–	–	–	1.860,8	4.919,8
A 31 de marzo de 2009	33,5	335,0	–	6.601,2	–	–	–	1.677,1	8.646,8

6. Riesgo operacional

El Banco define el riesgo operacional como la posibilidad de sufrir pérdidas financieras o daños 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 inadecuados; procesos mal documentados, comprendidos, aplicados, seguidos o exigidos;
- inadecuación o fallo de los sistemas: sistemas mal diseñados, inadecuados o no disponibles; 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 no el riesgo estratégico.

El marco, las políticas y los 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, de los planes de contingencia y el seguimiento de 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 para evaluar la aplicación de los primeros.

Para calcular el capital económico por riesgo operacional y los activos ponderados por dicho riesgo, el Banco ha adoptado una metodología VaR utilizando una técnica de simulación de Monte Carlo acorde al Método de Medición Avanzada propuesto por el Marco de Basilea II. De conformidad con este Marco, la cuantificación del riesgo operacional no tiene en cuenta el riesgo de reputación. 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. Al cuantificar su riesgo operacional, el Banco no tiene en cuenta la cobertura que pudiera obtener de compañías aseguradoras.

A. Capital económico por riesgo operacional

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 horizonte de un año. En el cuadro inferior se muestra la exposición del Banco al riesgo operacional en términos de capital económico utilizado a lo largo de los dos últimos ejercicios financieros.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2010				2009			
	Promedio	Máximo	Mínimo	A 31 de marzo	Promedio	Máximo	Mínimo	A 31 de marzo
Capital económico utilizado por riesgo operacional	460,4	475,0	450,0	475,0	412,5	425,0	400,0	425,0

B. Requerimientos mínimos de capital por riesgo operacional

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. En el cuadro inferior se muestra la exposición del Banco al riesgo operacional en términos de requerimientos de capital económico a lo largo de los dos últimos ejercicios financieros.

A 31 de marzo

En millones de DEG	2010			2009		
	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)
Riesgo operacional: (A) se calcula como (B) / 8%	180,5	2.256,3	180,5	180,0	2.250,0	180,0

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 del Banco de Pagos Internacionales. Como exigen los Estatutos del Banco, éstos se componen del Balance de situación a 31 de marzo de 2010 y de la Cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio cerrado en dicha fecha, a los que acompañan el Estado de flujos de efectivo y unas notas. Los estados financieros han sido elaborados por la Dirección del Banco de conformidad con los Estatutos y los principios de valoración descritos en las notas que recogen los criterios contables utilizados. La Dirección del Banco es responsable del diseño, aplicación y mantenimiento de los controles internos pertinentes para la elaboración y presentación fiel 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, de conformidad con los Estatutos del Banco, consiste en formarnos una opinión independiente sobre el Balance de situación y la Cuenta de pérdidas y ganancias a partir de nuestra auditoría y en ponerla en conocimiento de ustedes.

Nuestra auditoría se ha realizado conforme a las Normas Internacionales de 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 cifras e informaciones contenidas en los estados financieros. Los procedimientos elegidos dependen de la opinión del auditor, incluyendo la estimación del riesgo de errores materiales, ya sean fraudulentos o no, en los estados financieros. Al realizar dicha estimación, el auditor tiene en cuenta los controles internos de la entidad pertinentes para la elaboración y la presentación fieles 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 contuvieran errores sustanciales y estimamos que la auditoría que hemos realizado constituye una base razonable para poder formarnos nuestra opinión.

En nuestra opinión, los estados financieros, incluidas las notas que los acompañan, han sido debidamente redactados y reflejan una imagen fiel de la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales a 31 de marzo de 2010, 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

Mark D. Ward

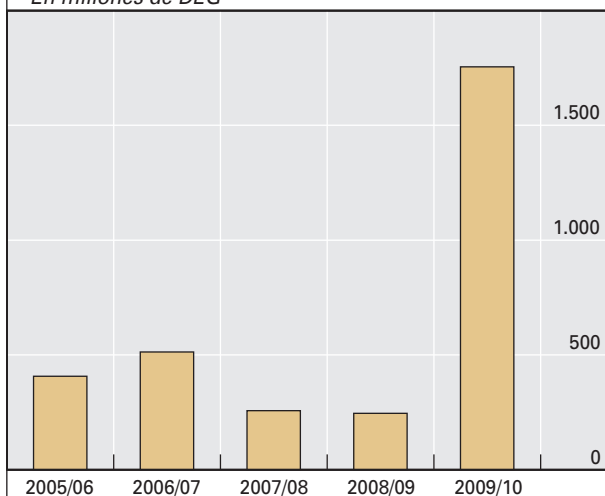
Erich Schaerli

Zúrich, 10 de mayo de 2010

Resumen gráfico de los últimos cinco años

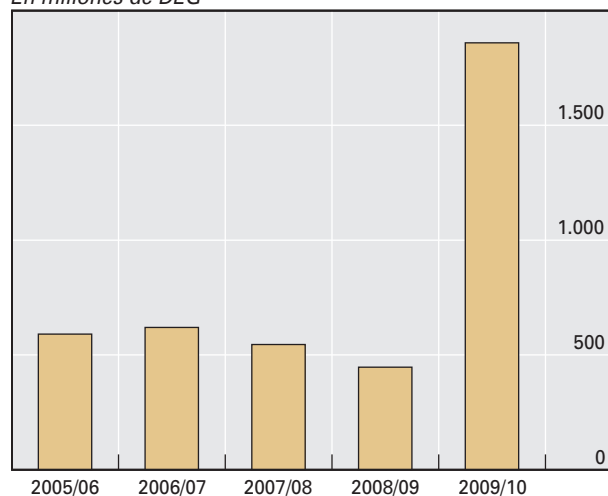
Beneficio de operación

En millones de DEG



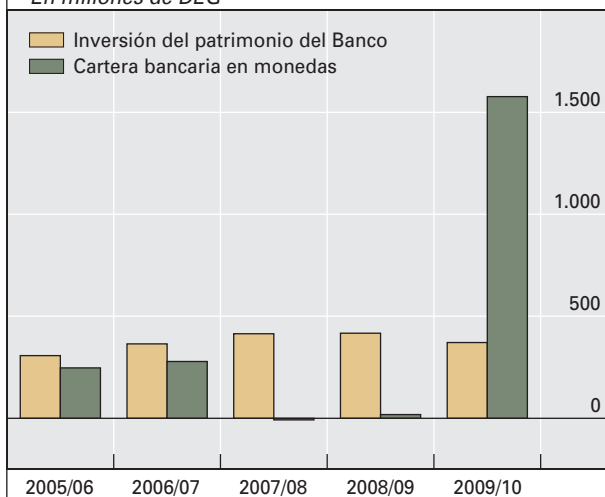
Beneficio neto

En millones de DEG



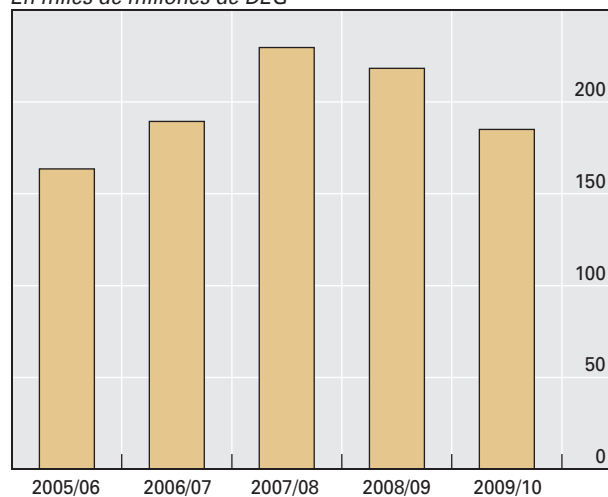
Intereses netos percibidos por inversiones en monedas

En millones de DEG



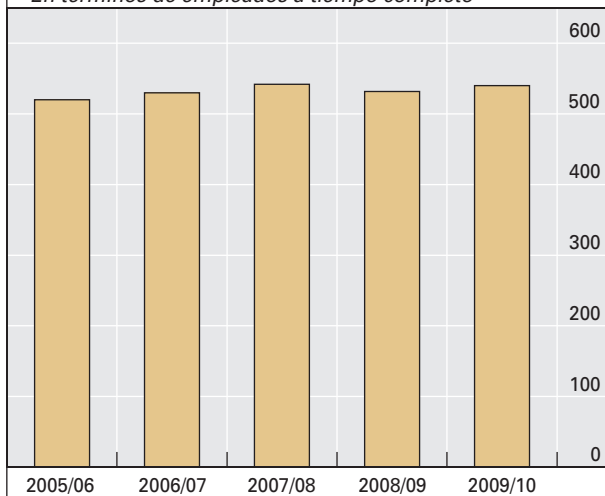
Promedio de depósitos en monedas (en base a la fecha de liquidación)

En miles de millones de DEG



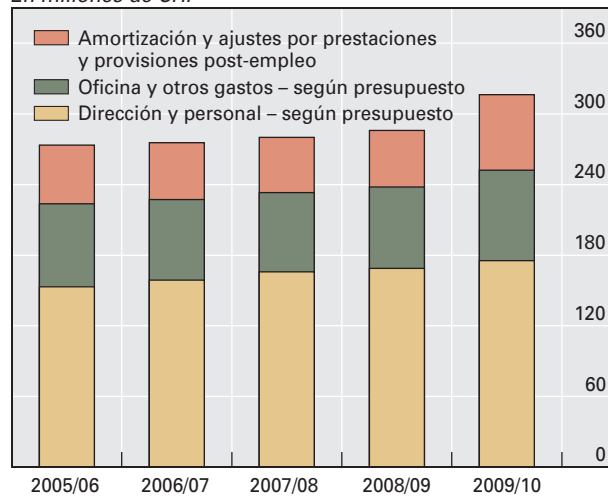
Promedio de empleados

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 en ejercicios anteriores.

