

# Banco de Pagos Internacionales

## 69° Informe Anual

1° de abril de 1998–31 de marzo de 1999 Basilea, 7 de junio de 1999

Las publicaciones pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements  
Information, Press & Library Services  
CH-4002 Basilea, Suiza

Fax: +41 61 / 280 91 00 y +41 61 / 280 81 00

© *Banco de Pagos Internacionales 1999*

*Reservados todos los derechos.*

*Se permite la reproducción o traducción de breves extractos,  
siempre que se indique su procedencia.*

ISSN 1021-2477

ISBN 92-9131-503-6

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

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

# Índice

	Página
Carta de presentación .....	1
I. Introducción: el lado más oscuro de los procesos de mercado .....	3
Desinflación mundial y dinámica de la crisis .....	5
Gestión y prevención de la crisis .....	8
II. Evolución de la situación en los países industriales avanzados .....	12
Aspectos más destacados .....	12
Ajustes y respuestas de las autoridades a las perturbaciones externas .....	13
Comercio exterior y balanza por cuenta corriente .....	16
Política fiscal .....	19
Otros componentes de la demanda .....	21
Evolución de los mercados de trabajo .....	26
Desempleo .....	26
Productividad del trabajo .....	27
Evolución reciente de la inflación de precios y salarios .....	29
Evidencia de rigideces nominales .....	32
III. Propagación de la crisis en los mercados emergentes .....	36
Aspectos más destacados .....	36
Factores clave en la evolución de las economías de mercado emergentes .....	36
Movimientos de capitales .....	38
Evolución del comercio de mercancías .....	44
Ajuste a la crisis en Asia .....	46
Evolución reciente .....	46
Desarrollo de la crisis y orientación de la política económica .....	51
China y la India .....	54
Reestructuración de la banca y de las empresas .....	56
La crisis financiera rusa y su repercusión en Europa oriental .....	58
Evolución en América Latina .....	62
La crisis brasileña .....	64
Contagio en otras economías latinoamericanas .....	66
IV. Política monetaria en los países industriales avanzados .....	70
Aspectos más destacados .....	70
Estados Unidos .....	71
Japón .....	73
La zona del euro .....	75
Evolución económica y monetaria .....	75
Estrategia de la política monetaria del BCE .....	78
Países con un objetivo explícito de inflación .....	82
Tipos de cambio y política monetaria .....	85

	Página
La política monetaria en condiciones de estabilidad de los precios . . . . .	88
<i>Antecedentes históricos</i> . . . . .	89
<i>Anclaje de las expectativas</i> . . . . .	91
<i>Implicaciones de una inflación baja para la política monetaria</i> . . . . .	92
V. Conmoción en los mercados de activos . . . . .	94
Aspectos más destacados . . . . .	94
Evolución de los mercados de activos en el mundo industrial . . . . .	95
<i>Los mercados de activos</i> . . . . .	95
<i>Los mercados de bonos</i> . . . . .	100
<i>Los mercados inmobiliarios</i> . . . . .	104
Características de los mercados financieros en dificultades . . . . .	106
<i>Cambios de opinión de los inversionistas</i> . . . . .	106
<i>Huida en busca de calidad y de liquidez</i> . . . . .	109
<i>Dinámica atípica de los precios de los activos</i> . . . . .	112
<i>El caso del LTCM: ¿un signo de los tiempos?</i> . . . . .	114
<i>Lecciones de la crisis de septiembre y octubre de 1998</i> . . . . .	115
VI. Evolución de los mercados de divisas . . . . .	118
Aspectos más destacados . . . . .	118
El dólar, el yen, el marco y el euro . . . . .	118
<i>Determinantes cíclicos y técnicos del tipo de cambio del dólar</i> . . . . .	118
<i>Perspectivas del dólar a largo plazo</i> . . . . .	126
Evolución de los mercados de divisas emergentes . . . . .	127
Los tipos de cambio intraeuropeos . . . . .	131
Los mercados de divisas tras la introducción del euro . . . . .	132
VII. Mercados financieros internacionales . . . . .	137
Aspectos más destacados . . . . .	137
El mercado bancario internacional . . . . .	139
<i>Operaciones con países situados dentro de la zona declarante</i> . . . . .	140
<i>Operaciones con países situados fuera de la zona declarante</i> . . . . .	142
El mercado internacional de títulos . . . . .	145
<i>Tipo y nacionalidad de los emisores</i> . . . . .	147
<i>Tipo y moneda de las emisiones</i> . . . . .	148
Mercados mundiales de derivados . . . . .	150
<i>Instrumentos negociados en bolsa</i> . . . . .	151
<i>Instrumentos OTC</i> . . . . .	155
<i>Vínculos entre los mercados y transparencia</i> . . . . .	156
VIII. Conclusiones: encontrar luz entre las sombras . . . . .	160
Políticas en favor de la estabilidad macroeconómica . . . . .	162
Políticas en favor de la estabilidad financiera . . . . .	167

Actividades del Banco . . . . .	173
Cooperación monetaria y financiera internacional . . . . .	173
Consultas periódicas sobre cuestiones monetarias y financieras . . . . .	174
Reuniones de comités permanentes sobre cuestiones relacionadas	
<i>con la estabilidad financiera</i> . . . . .	175
<i>Comité de Supervisión Bancaria de Basilea</i> . . . . .	175
<i>Comité sobre el Sistema Financiero Global</i> . . . . .	177
<i>Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación</i> . . . . .	178
Cooperación internacional más amplia . . . . .	180
<i>Aportaciones del BPI a las tareas del Grupo de los Diez</i> . . . . .	180
<i>Aportaciones del BPI a las tareas sobre la reforma de la arquitectura</i> <i>financiera internacional</i> . . . . .	180
<i>Asociación Internacional de Supervisores de Seguros</i> . . . . .	181
<i>Consejo Conjunto del Año 2000</i> . . . . .	182
Otros tipos de cooperación con los bancos centrales . . . . .	183
<i>Servicio de Coordinación para Bancos Centrales y Organizaciones Internacionales</i> . . . . .	183
<i>Grupo de Expertos en Cuestiones de Bases de Datos Monetarios y Económicos</i> . . . . .	183
<i>Grupo de Expertos en Informática</i> . . . . .	184
Oficina de Representación para Asia y el Pacífico . . . . .	184
Instituto para la Estabilidad Financiera . . . . .	185
Funciones de agente y fideicomisario . . . . .	185
<i>Agente del sistema privado de pago y compensación del ecu</i> . . . . .	186
<i>Fideicomisario de empréstitos públicos internacionales</i> . . . . .	186
<i>Agente depositario de las garantías de bonos brasileños</i> . . . . .	187
<i>Agente depositario de las garantías de bonos peruanos</i> . . . . .	187
<i>Agente depositario de las garantías de bonos de Côte d'Ivoire</i> . . . . .	187
Ayuda financiera a bancos centrales . . . . .	187
Operaciones del Departamento Bancario . . . . .	188
Pasivo . . . . .	188
Activo . . . . .	189
Beneficios netos y distribución . . . . .	189
Cambios de la composición del Consejo de Administración . . . . .	191
Balance de situación y Cuenta de pérdidas y ganancias al 31 de marzo de 1999 . . . . .	193
Consejo de Administración . . . . .	208
Alta dirección del Banco . . . . .	209

# Índice de gráficos (\*) y cuadros

Página

## Evolución de la situación en los países industriales avanzados

Contribuciones al crecimiento del PIB en algunos países . . . . .	14
Crecimiento del PIB real en 1997 y 1998* . . . . .	15
Comercio exterior y precios de los bienes en el mercado mundial . . . . .	16
Cambios de las balanzas por cuenta corriente . . . . .	17
Variaciones de la demanda interna y balanza por cuenta corriente* . . . . .	18
Saldo presupuestario efectivo y estructural de las administraciones públicas* . . . . .	19
Saldos primarios y variaciones de la deuda pública* . . . . .	20
Endeudamiento del sector privado en Estados Unidos* . . . . .	22
Evolución del ahorro interno en algunos países . . . . .	23
Evolución reciente de la inversión empresarial fija y posibles determinantes . . . . .	24
Relación capital/producto y tasa de rendimiento del sector empresarial en 1998* . . . . .	25
Tasas de desempleo en 1997 y 1998* . . . . .	26
Fuentes de crecimiento de la productividad en el sector empresarial . . . . .	28
Inflación de los precios de consumo en 1997 y 1998* . . . . .	29
Inflación y brechas de producción* . . . . .	30
Precios de las materias primas en términos reales* . . . . .	31
Estimaciones de la rigidez nominal . . . . .	34

## Propagación de la crisis en los mercados emergentes

Principales fases de la crisis de los mercados emergentes . . . . .	37
Flujos de capital y reservas en las economías de mercado . . . . .	38
Financiación internacional de las economías de mercado emergentes . . . . .	40
Márgenes de los bonos en los mercados emergentes* . . . . .	41
Media y volatilidad diarias de los márgenes de los bonos de los mercados emergentes . . . . .	42
Márgenes de los bonos de los mercados emergentes según su calificación* . . . . .	43
Influencia de los precios de las materias primas en algunas economías . . . . .	44
Destino de las exportaciones de las economías de mercado emergentes en 1998 . . . . .	45
Determinantes del comercio . . . . .	46
Crecimiento, inflación y balanza por cuenta corriente . . . . .	47
Evolución del comercio de mercancías en Asia y América Latina . . . . .	48
Evolución de los mercados financieros en Asia* . . . . .	49
Indicadores de los precios de la propiedad inmobiliaria en algunas ciudades de Asia . . . . .	50
Producción industrial en Asia* . . . . .	51
Balances presupuestarios en las economías de mercado emergentes . . . . .	53
Indicadores financieros de Rusia* . . . . .	59
Inflación, tipos de interés reales y tipos de cambio en América Latina* . . . . .	63
Indicadores financieros de Brasil* . . . . .	65
Indicadores financieros de Argentina* . . . . .	67

## Política monetaria en los países industriales avanzados

Indicadores económicos de Estados Unidos* . . . . .	72
Indicadores económicos de Japón* . . . . .	74
Brechas de producción, inflación y tipos de interés en la zona del euro* . . . . .	77

Precios de los activos en la zona del euro y en Estados Unidos*	78
Tipos de interés de la zona del euro: tipo efectivo y tipo calculado según la regla de Taylor*	79
Inflación y crecimiento del dinero en la zona del euro*	81
Inflación y tipos oficiales en los países con un objetivo explícito de inflación*	83
Indicadores económicos de Noruega y Suiza*	87
Características de los países con un objetivo de inflación*	88
Deflación en perspectiva	90

## Conmoción en los mercados de activos

Índices bursátiles*	96
Indicadores de valoración de los precios de las acciones	97
Acciones: precio observado, precio “justificado” y dividendos*	98
Dividendos reales y beneficios reales por acción	99
Rentabilidad del dividendo y rendimiento real de los bonos*	100
Segmentación del mercado de acciones en Estados Unidos*	101
Rendimiento de los bonos*	102
Diferencias de rendimiento de los bonos*	103
Volatilidad de los rendimientos de los bonos*	103
Precios de la propiedad inmobiliaria (nominales y ajustados para tener en cuenta la inflación)	105
Actitud de los inversionistas hacia el riesgo y la liquidez*	107
Emisiones de bonos internacionales del sector no financiero en Asia y América Latina*	108
Márgenes de liquidez en Estados Unidos y Alemania*	109
Margen entre los tipos de los swaps y rendimiento de los bonos del Estado a 10 años*	110
Fuentes de financiación internacional del sector no bancario en Asia y América Latina*	111
Correlaciones excepcionales en los mercados de bonos*	113

## Evolución de los mercados de divisas

Algunos tipos de cambio con respecto al dólar*	119
Tipos de interés futuros a seis meses*	120
Yen, marco y euro: tipo de cambio con respecto al dólar, volatilidad implícita y reversión del riesgo*	121
Precios de los activos, diferencia de rendimiento de los bonos y tipo de cambio entre el yen y el dólar*	122
Distribuciones de probabilidad del yen con respecto al dólar*	123
Estrategias especulativas cortas sobre el yen ( <i>yen carry trades</i> ) y tipo de cambio entre el yen y el dólar en 1998*	124
Estimaciones del valor de equilibrio a largo plazo del dólar	126
Volumen de transacciones y volatilidad en algunos mercados emergentes*	128
Tipos de cambio con respecto al dólar en algunos mercados asiáticos*	129
Fuentes de las presiones competitivas sobre las monedas asiáticas	130
Tipos de cambio de algunas monedas con respecto al marco y al euro*	131
Mercados de divisas y UEM	133
Reservas oficiales de divisas	134
Operaciones transfronterizas en bonos y acciones	135
Papel del dólar, el marco y el yen como monedas de anclaje	136

## Mercados financieros internacionales

Actividad en los mercados financieros internacionales*	137
Estimaciones de la financiación neta en los mercados internacionales	138
Principales características de la actividad bancaria internacional	139
Préstamos bancarios internacionales por moneda y nacionalidad*	141
Derechos externos de los bancos sobre países situados fuera de la zona declarante	142

	Página
Financiación internacional por regiones* . . . . .	143
Principales características de los derechos bancarios internacionales por regiones* . . . . .	144
Principales características de las emisiones internacionales de títulos . . . . .	145
Tipos de interés a largo plazo* . . . . .	146
Principales características de los mercados internacionales de bonos y títulos* . . . . .	147
Margen medio de los bonos internacionales soberanos en dólares de EE.UU.* . . . . .	148
Mercados de algunos instrumentos financieros derivados . . . . .	151
Instrumentos financieros derivados negociados en bolsas organizadas . . . . .	152
Derivados negociados en las principales bolsas* . . . . .	153
Volumen de contratos de derivados de tipos de interés europeos	
por moneda y vencimiento* . . . . .	155
Posiciones globales en los mercados de derivados OTC	
por tipo de instrumento de riesgo . . . . .	158



# 69° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual  
del Banco de Pagos Internacionales  
reunida en Basilea el 7 de junio de 1999*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 69° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se abrió el 1° de abril de 1998 y se cerró el 31 de marzo de 1999.

Los beneficios netos del ejercicio ascendieron a 303.618.800 francos oro, frente a los 259.160.599 francos oro del ejercicio anterior. En el apartado titulado “Beneficios netos y su distribución”, que se encuentra en la página 189 del presente informe, pueden verse los pormenores de los resultados del ejercicio 1998–99.

El Consejo de Administración recomienda que, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos, la Asamblea General aplique la suma de 57.366.159 francos oro al pago de un dividendo de 320 francos suizos por acción.

El Consejo recomienda asimismo la transferencia de 49.250.528 francos oro al fondo de reserva general, 3.000.000 francos oro al fondo especial de reserva para dividendos y el remanente —que asciende a 194.002.113 francos oro— al fondo de reserva libre.

Si estas propuestas fueran aprobadas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 1998–99 será pagadero a los accionistas el 1° de julio de 1999.

Basilea, 19 de mayo de 1999

ANDREW CROCKETT  
Director General