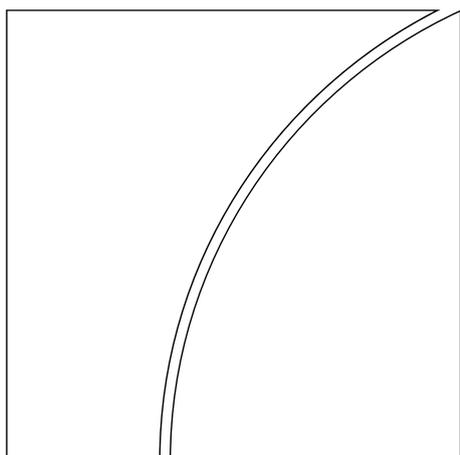




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



82° Informe Anual

1 de abril de 2011–31 de marzo de 2012

Basilea, 24 de junio de 2012

Este Informe puede consultarse en la página web del BPI (www.bis.org).
Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

© *Banco de Pagos Internacionales 2012. 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 92-9131-527-3 (versión impresa)
ISBN 92-9197-527-3 (en línea)

Índice

Carta de presentación	vii
Resumen de los capítulos económicos	ix
I. Romper los círculos viciosos	1
Persistencia de retos estructurales	1
Riesgos para los bancos centrales sobrecargados	2
Panorama fiscal desolador	4
El cambiante entorno financiero	6
¿Cuál es el futuro de la unión monetaria europea?	7
Resumen	9
II. Retrospectiva del año	11
La recuperación mundial se desaceleró en 2011	12
La carestía de las materias primas surtió efectos diferentes entre países	14
Se intensifica la crisis de la deuda soberana de la zona del euro	16
Caída de la financiación bancaria y la oferta de crédito en Europa	19
Fragilidad del crecimiento mundial a comienzos de 2012	21
III. Reequilibrar el crecimiento	24
Ajustes estructurales	24
El desempleo tras el desplome inmobiliario	24
Dependencia de la demanda externa	28
Sostenibilidad de la deuda	30
Recuadro: Reducir el endeudamiento de los hogares a niveles sostenibles	35
Retos de política	36
IV. Los límites de la política monetaria	39
La política monetaria en las economías avanzadas y de mercado emergentes ..	39
Medidas de política monetaria adoptadas el pasado ejercicio	39
Evaluación de la orientación de la política monetaria	44
Prolongada acomodación monetaria: alcance y limitaciones	46
Relajación monetaria y corrección de balances	47
Recuadro IV.A: Política monetaria y rentabilidad de los bancos en 2008–2010 ..	49
Recuadro IV.B: Evolución de los mercados monetarios a un día	51
Efectos de propagación mundial de la política monetaria	52
Riesgos a largo plazo para los bancos centrales	54
Resumen	56

V. Recuperar la sostenibilidad fiscal	57
Por qué y en qué medida han perdido los países la consideración de emisores de activos sin riesgo	58
Evolución de las finanzas públicas	58
Recuadro: Ciclo financiero, producto potencial y saldos presupuestarios ajustados por el ciclo	60
Repercusión de la crisis financiera en las posiciones fiscales	64
Repercusión del deterioro de la solvencia soberana en el sistema financiero	65
Reacciones ante el deterioro de la solidez fiscal de los emisores soberanos	66
Efectos de la pérdida del carácter sin riesgo de la deuda pública	67
Cómo lograr que la deuda pública vuelva a ser una inversión sin riesgo	69
Resumen	72
VI. Evolución del sector bancario tras la crisis	73
Análisis de mercado del sector bancario	74
Valoraciones del mercado bursátil	74
Valoraciones del mercado de deuda	75
Rentabilidad de los bancos y sus fuentes	75
Recuadro VI.A: El sistema bancario paralelo	76
Medidas para reforzar los balances	79
Base de capital	79
Posiciones de liquidez	80
Activos sujetos a cargas	82
Retos inmediatos para las políticas	83
Retos a largo plazo para el nuevo modelo de negocio bancario	85
Apoyo oficial	86
Recuadro VI.B: Requerimientos de capital de Basilea II y Basilea III	88
Gestión de costes	89
Recuadro VI.C: Reforma de los mercados de derivados OTC	90
Banca internacional	92
Resumen	95
Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2012	102
El BPI: misión, actividades, buen gobierno y resultado financiero	103
Bancos centrales miembros del BPI	143
Consejo de Administración	144
Estados financieros	153
Informe de los auditores independientes	219
Resumen gráfico de los últimos cinco años	220

Gráficos

I.1	Círculos viciosos y la carga para los bancos centrales	9
II.1	Actividad económica y desequilibrios mundiales	11
II.2	Precios reales de los inmuebles en algunas ciudades de economías de mercado emergentes	13
II.3	Actividad empresarial y cotizaciones bursátiles	14
II.4	Mercados de materias primas e inflación	15
II.5	Rendimientos de deuda soberana en la zona del euro	16
II.6	Activos seguros y de riesgo	17
II.7	Finanzas públicas	18
II.8	Indicadores de la fortaleza financiera de los bancos	19
II.9	Condiciones de financiación bancaria	20
II.10	Crédito bancario	20
II.11	Depósitos bancarios de la zona del euro y flujos de capital transfronterizos privados	23
III.1	Desequilibrios sectoriales en empleo y producto durante la Gran Recesión	25
III.2	Desequilibrios sectoriales y desempleo	26
III.3	Desequilibrios sectoriales y desempleo, según la intensidad de la variación del PIB	27
III.4	Sensibilidad del crecimiento a las exportaciones netas	29
III.5	Crecimiento del crédito, crecimiento del PIB y brechas de crédito	31
III.6	Coeficientes de servicio de la deuda del sector privado y de los hogares en algunas economías	32
III.7	Provisiones bancarias y préstamos en mora	33
IV.1	Tasas de interés oficiales	40
IV.2	Curvas a plazo	41
IV.3	Tamaño y composición de los balances de los bancos centrales	42
IV.4	Tasas de interés a largo plazo	42
IV.5	Tasas oficiales reales	44
IV.6	Tasas oficiales de referencia	45
IV.7	Activos de los bancos centrales	46
IV.8	Respuesta de la política monetaria de EEUU y dinámica de la crisis: la Gran Depresión frente a la crisis financiera mundial	47
IV.9	Precios de las materias primas y de consumo y costes laborales unitarios	53
IV.10	Expectativas de inflación a largo plazo	55
V.1	Indicadores fiscales del gobierno general	58
V.2	Tenencias de deuda pública	64
V.3	Diferenciales de CDS soberanos y calificaciones de la deuda	67
V.4	Perfil de riesgo de crédito del conjunto de deuda del gobierno general ..	68
V.5	Rendimientos de la deuda pública y de los bonos corporativos	69
VI.1	Valoraciones del mercado y de los analistas sobre el sector bancario	74
VI.2	Rentabilidad de los bancos y política de distribución de beneficios	78
VI.3	Absorción de pérdidas en los balances de los bancos	79
VI.4	Liquidez y financiación de los mayores bancos del mundo	81
VI.5	Utilización y oferta de colateral	82
VI.6	Escasa confianza en el sector bancario	84
VI.7	Impacto de las ayudas oficiales sobre los mercados de acciones y de bonos	86
VI.8	Gestión de costes y estabilidad de beneficios	92

VI.9 Banca internacional antes y después de la crisis	93
VI.10 Préstamos bancarios en mercados emergentes	94

Cuadros

IV.1 Variación anual de las reservas de divisas	43
V.1 Evolución de las brechas fiscales	63
VI.1 Rentabilidad de los principales bancos	93

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 14 y el 15 de junio de 2012.

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
mm	miles de millones

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

A efectos de la presente publicación, el término país incluye también aquellas entidades territoriales para las que se recopilan datos de forma individual e independiente, si bien no son consideradas Estados con arreglo al derecho internacional.

82º Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 24 de junio de 2012*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 82º Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2012.

El beneficio neto del ejercicio ascendió a 758,9 millones de DEG, frente a los 816,0 millones de DEG del ejercicio anterior. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2011/12 pueden consultarse en las páginas 148 a 151 del presente Informe, en la sección «Beneficio neto y su distribución».

El Consejo de Administración, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco, propone que la Asamblea General apruebe el pago de un dividendo de 305 DEG por acción (prorratedo para los cuatro nuevos accionistas), pagadero en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en francos suizos. El dividendo total ascendería a 168,4 millones de DEG.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 29,5 millones de DEG al fondo de reserva general, 6,0 millones de DEG al fondo especial de reserva para dividendos, y el remanente, que asciende a 555,0 millones de DEG, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2011/12 será pagadero a los accionistas el 29 de junio de 2012.

Basilea, 15 de junio de 2012

JAIME CARUANA
Director General

Resumen de los capítulos económicos

Capítulo I: Romper los círculos viciosos

La economía mundial aún tiene que desprenderse del legado de la crisis financiera para poder alcanzar un crecimiento equilibrado y autosostenible. Esa transición se ve obstaculizada de distintas maneras por círculos viciosos que afectan tanto a las economías avanzadas como a las de mercado emergentes. Tras pasar revista a la evolución económica durante el pasado ejercicio (Capítulo II), el Informe aborda aspectos fundamentales de dichos círculos: ajustes estructurales incompletos (Capítulo III), riesgos en la orientación actual de la política monetaria (Capítulo IV) y fiscal (Capítulo V), y los continuos retos que presenta la reforma financiera (Capítulo VI). El Capítulo I por su parte sintetiza los principales asuntos y conclusiones para la política económica expuestos en estos últimos capítulos, y en un apartado especial los analiza en el contexto de los problemas de la unión monetaria europea.

Capítulo II: Retrospectiva del año

En las economías avanzadas, los primeros meses de 2011 parecían augurar el principio de una recuperación autosostenible, pero resultó ser un espejismo. En 2012 parece repetirse el mismo patrón, y las señales tempranas de solidez están desvaneciéndose progresivamente. En ambos ejercicios, se ha materializado un mismo tipo de obstáculos. La crisis puso de manifiesto los débiles cimientos de las finanzas públicas. Con unos presupuestos descompensados, los responsables de las finanzas públicas se han visto obligados a imponer severos recortes, mientras otros sectores de la economía siguen reduciendo su grado de apalancamiento. En la zona del euro, de las tensiones presupuestarias se ha pasado a una crisis de deuda soberana, lo cual ha minado seriamente la confianza de inversores y consumidores tanto en el seno de la unión monetaria como fuera de ella. Las pérdidas sufridas en bonos soberanos han conducido a muchos bancos a racionar el crédito, debilitando aún más la recuperación. Entretanto, la pujante actividad económica en numerosas economías de mercado emergentes ha empezado a perder ímpetu.

Capítulo III: Reequilibrar el crecimiento

Tanto las economías avanzadas como las de mercado emergentes se enfrentan a retos estructurales. La ineficiente asignación de recursos entre los distintos sectores que se ha gestado durante la fase de expansión, junto con el elevado endeudamiento tanto de hogares como de empresas, sigue siendo un lastre

para el crecimiento en algunas economías avanzadas. Estos países deben sanear sus balances y facilitar el reequilibrio de recursos entre sectores. Entretanto, otra serie de países, incluidas muchas economías de mercado emergentes, podría sufrir su propia versión del ciclo de profunda expansión y contracción observado en otros países. Su reequilibrio exige dejar atrás la expansión crediticia y las exportaciones, para centrarse en fuentes internas de crecimiento, en especial a medida que los modelos de crecimiento basados en exportaciones parecen proclives a perder eficacia.

Capítulo IV: Los límites de la política monetaria

Las principales economías avanzadas mantienen unas condiciones monetarias extraordinariamente acomodaticias que están transmitiéndose a las economías de mercado emergentes en forma de volatilidad indeseable de los tipos de cambio y los flujos de capital. Como consecuencia de las medidas adoptadas por las economías de mercado emergentes para contrarrestar esta situación, el sesgo de la política monetaria es especialmente acomodaticio en todo el mundo. Hay amplio acuerdo en que, durante la crisis, la adopción resuelta de medidas por los bancos centrales fue crucial para evitar el colapso del sistema financiero y que posteriormente dichas medidas han servido de apoyo a las economías más debilitadas. Los bancos centrales no han tenido más remedio que mantener la relajación monetaria ante la incapacidad de los gobiernos para abordar de forma rápida e integral los obstáculos estructurales que dificultan el crecimiento. Sin embargo, es importante sopesar la necesidad de prolongar esa política acomodaticia frente al riesgo de inducir con ello distorsiones que podrían generar inestabilidad financiera y de precios.

Capítulo V: Recuperar la sostenibilidad fiscal

Las emisiones soberanas de países con problemas presupuestarios han ido perdiendo a un ritmo alarmante su carácter de activos sin riesgo y las ventajas económicas que ello conlleva. Una amplia disponibilidad de activos seguros facilita el funcionamiento de los mercados financieros y la instrumentación de la política monetaria, y un gobierno cuya deuda esté fundamentalmente libre de riesgo de crédito contará con un holgado margen de maniobra para ejecutar políticas anticíclicas que sostengan la estabilidad macroeconómica. Para recuperar la oferta de activos sin riesgo es preciso que los gobiernos aborden de manera convincente los elevados déficits y el aumento previsto de sus obligaciones a largo plazo. Algunos países deben adoptar medidas de inmediato para reformar significativamente su sector público y eliminar obstáculos estructurales al crecimiento. Todos los países deben evitar las interacciones perniciosas entre el sector financiero y los emisores soberanos, y crear defensas fiscales en las épocas de bonanza.

Capítulo VI: Evolución del sector bancario tras la crisis

Los bancos y las autoridades prudenciales siguen afrontando difíciles retos a la hora de preservar la estabilidad financiera. Los bancos deben reforzar aún más sus posiciones de capital y de liquidez para recuperar la confianza de los mercados. A fin de acelerar este proceso, las autoridades deberán asegurarse de que las entidades se recapitalizan y reconocen las pérdidas incurridas en inversiones problemáticas. Las autoridades de todo el mundo deben implantar con prontitud y coherencia las normas acordadas de Basilea III y asegurarse de que los intermediarios que actualmente no están regulados también queden sujetos a una sólida regulación. Por su parte, los reguladores de economías de rápido crecimiento deberán tener presente que la asunción de riesgo alentada por sus boyantes mercados locales podría tener consecuencias desestabilizadoras. El objetivo a largo plazo de la política económica debe ser allanar el terreno para que la banca adopte un modelo de negocio sólido caracterizado por balances fuertes y transparentes, operaciones internacionales autosostenibles y beneficios estables que no dependan de las ayudas oficiales.

I. Romper los círculos viciosos

Han pasado cinco años desde el estallido de la crisis financiera y sin embargo el desequilibrio de la economía mundial persiste e incluso parece agravarse por la interacción de las debilidades aún presentes. Los objetivos de crecimiento equilibrado, políticas económicas equilibradas y un sistema financiero seguro siguen siendo esquivos. En las economías avanzadas en el epicentro de la crisis financiera, la elevada carga de la deuda continúa dificultando la recuperación, las políticas monetaria y fiscal siguen sin ofrecer una solución integral a las necesidades a corto plazo y a los peligros a largo plazo y, a pesar del progreso a nivel internacional en materia de regulación, la situación del sector financiero sigue amenazando la estabilidad. De vez en cuando, señales alentadoras avivan la esperanza, pero pronto se desvanecen, asestando otro golpe a la confianza de los consumidores e inversores.

Mientras muchas economías avanzadas han seguido luchando por salir adelante, las de mercado emergentes han seguido creciendo, en ocasiones impulsadas por la rápida expansión del crédito o por el auge de las exportaciones. Esta recuperación a dos velocidades genera considerables desequilibrios por cuenta corriente potencialmente desestabilizadores y flujos brutos de capital volátiles. El auge de las exportaciones en muchos mercados emergentes ha desincentivado el desarrollo de fuentes internas de crecimiento más duraderas, aumentando así la vulnerabilidad de estos países a medida que decae el crecimiento. Como demuestra la evolución económica durante el pasado año (véase el Capítulo II), aún no se ha conseguido una recuperación autosostenible en las economías avanzadas ni el reequilibrio del crecimiento mundial.

En resumen, hay círculos viciosos que están afectando tanto a las economías avanzadas como a las emergentes. ¿Cómo convertir estos círculos viciosos en virtuosos? Las principales amenazas para la economía mundial se agrupan en torno a cuatro retos pendientes: el *ajuste estructural*, los riesgos de la *política monetaria* y la *política fiscal* y la *reforma financiera*. Estos cuatro temas y las medidas necesarias para encauzar la economía en una senda de crecimiento sostenible a largo plazo son el foco de atención de los Capítulos III–VI de este Informe. En el resto del presente capítulo se extraen recomendaciones para las políticas económicas mundiales. Antes de concluir, se analizan los círculos viciosos que actualmente afectan a Europa, donde la unión monetaria se enfrenta a los retos mencionados y además a los relacionados con una configuración institucional incompleta.

Persistencia de retos estructurales

La economía mundial sigue en desequilibrio, dado que la actividad sigue desacelerándose en muchas economías avanzadas mientras el resto de economías se expanden, en ocasiones con rapidez (Capítulo III). Es improbable que esta tendencia sea sostenible.

Las economías en el epicentro de la crisis financiera deben afrontar su legado de endeudamiento y mala asignación de recursos. El auge del sector inmobiliario impulsado por el apalancamiento dejó un enorme exceso de deuda tras su inevitable colapso. El necesario proceso de desapalancamiento de los hogares está lejos de concluir y avanza más lento que en el pasado. El endeudamiento de las familias sigue rondando el 100% del PIB en algunos países, entre ellos España, Irlanda y el Reino Unido; en otros, como Francia e Italia, tanto la deuda de los hogares como de empresas ha aumentado respecto al PIB desde 2008.

Un factor importante que está retardando el proceso de desapalancamiento de los hogares es la necesidad simultánea de sanear los balances de los sectores financiero y público y reducir su nivel de apalancamiento. La inusitada lentitud del desapalancamiento en los principales sectores de la economía explica en parte la frágil recuperación en las economías avanzadas. Ante la continua necesidad de recomponer los balances, los eventuales efectos de una política fiscal expansiva serán solo limitados mientras los agentes sobreendeudados utilicen los ingresos adicionales para amortizar deuda en vez de aumentar el gasto. Como resultado, es probable que el crecimiento continúe siendo anémico.

Los persistentes desequilibrios en los distintos sectores también están trabando la recuperación. Dado que el factor trabajo y el capital no se desplazan fácilmente entre sectores, la deficiente asignación de recursos durante una fase de auge dificulta la recuperación tras una crisis. Por tanto, los países donde los desequilibrios sectoriales son más palpables son los que se enfrentan a un desempleo mayor y más prolongado, ya que su estructura sectorial solo se ajusta lentamente.

Mientras tanto, los países que están creciendo con rapidez se enfrentan al problema de reconocer y reaccionar ante la aparición de auges financieros y, en muchos casos, también al reto de dejar de depender de las exportaciones. No es difícil encontrar ejemplos de excesos en algunos mercados emergentes. En varios casos, los precios de los bienes raíces y otros activos se han disparado, mientras el endeudamiento privado y los costes de servicio de la deuda han aumentado en proporción a los ingresos muy por encima de su tendencia a largo plazo. Las dificultades que actualmente afectan a las economías avanzadas que han pasado por experiencias similares aleccionan a las autoridades monetarias de las economías de mercado emergentes, especialmente tras los recientes indicios de desaceleración en estas últimas. Pero ante las perspectivas de que continúe el crecimiento lento en gran parte del mundo, los países que hasta ahora han podido apoyarse en las exportaciones deberían acelerar sus esfuerzos para ampliar su capacidad de crecimiento interior.

Riesgos para los bancos centrales sobrecargados

Durante el pasado año, los bancos centrales de las economías avanzadas han continuado o incluso ampliado sus compras de deuda pública y su respaldo de liquidez al sistema bancario. Con más de 18 billones de dólares, los activos

agregados de todos los bancos centrales representan ahora aproximadamente el 30% del PIB mundial, el doble de su valor hace una década, mientras las tasas de interés oficiales en términos reales (tasas nominales menos inflación general) siguen siendo muy negativas en la mayoría de las economías avanzadas. Es cierto que la economía mundial se encuentra hoy en una mejor situación, gracias a la actuación enérgica de los bancos centrales tras el colapso de Lehman Brothers en 2008 y en años posteriores. Uno de los ejemplos más recientes es la oferta del Banco Central Europeo de préstamos bancarios a tres años a finales de 2011 y nuevamente a principios de 2012. Este programa dotado con 1 billón de euros, que incrementó los balances de los bancos centrales del Eurosistema en cerca de 500 000 millones de euros, fue un factor decisivo para volver a activar los mercados de financiación bancaria e indirectamente reforzar algunos mercados de deuda pública de la zona del euro.

La extraordinaria persistencia de la política monetaria laxa responde principalmente a la insuficiente actuación de los gobiernos ante los problemas estructurales. En pocas palabras, los bancos centrales se ven obligados a prolongar el estímulo monetario mientras los gobiernos actúan de forma rezagada y los ajustes se retrasan. Como describe el Capítulo IV, podrían estar desvaneciéndose los efectos positivos de estos esfuerzos por parte de los bancos centrales, al tiempo que aumentarían sus efectos secundarios negativos. Las políticas monetarias acomodaticias tanto convencionales como no convencionales son medidas paliativas que tienen sus límites. Sería un error pensar que los bancos centrales pueden utilizar sus balances para resolver cualquier problema económico y financiero: no pueden inducir el desapalancamiento, no pueden corregir los desequilibrios sectoriales y no pueden resolver problemas de solvencia. De hecho, unas tasas oficiales cercanas a cero y las inyecciones de liquidez abundantes y prácticamente incondicionales desincentivan el saneamiento de balances en el sector privado y la reducción de las necesidades de financiación en el sector público, al tiempo que distorsionan el sistema financiero y aumentan la carga sobre los supervisores.

Con tasas de interés nominales en niveles mínimos y balances de bancos centrales en continua expansión, los riesgos no pueden sino acumularse. Se trata en su mayoría de riesgos con consecuencias no intencionadas, que deben anticiparse y gestionarse. Entre estas consecuencias estarían las ayudas desperdiciadas en salvar a prestatarios y bancos ya de por sí insolventes —un fenómeno que hizo mella en Japón en los años 90—, así como los precios de activos artificialmente inflados que ponen en riesgo la estabilidad financiera en el futuro. Una lección extraída de la crisis es que los bancos centrales pueden hacer mucho para evitar el colapso. Una lección aún más importante es que si los problemas estructurales subyacentes no se corrigen durante la fase de recuperación, corremos el riesgo de crear el caldo de cultivo de una nueva crisis.

Otro riesgo para los bancos centrales es que, llegado el momento de endurecer la política monetaria, la desorbitada dimensión y escala de sus medidas no convencionales impida abandonar a tiempo el estímulo monetario

y ponga así en peligro la estabilidad de precios. Como resultado, los bancos centrales sufrirían una pérdida definitiva de su credibilidad y quizás incluso de su independencia.

Aunque los bancos centrales de muchas economías avanzadas pueden no tener más remedio que mantener por ahora una política monetaria relativamente acomodaticia, deberían aprovechar cualquier oportunidad para presionar en favor del desapalancamiento, el saneamiento de balances y el ajuste estructural por otros medios. También deberían estar muy atentos ante la aparición de nuevos desequilibrios en los mercados de activos.

Aunque las economías de rápido crecimiento se encuentran en una situación diferente, sus bancos centrales también están bajo presión. Las amenazas para la estabilidad monetaria y financiera en muchas economías de mercado emergentes son evidentes desde hace tiempo, como se indicó antes. Sus autoridades monetarias tendrán que seguir buscando el equilibrio, pero su tarea se complica ante los recientes indicios de un crecimiento económico titubeante, unido a las políticas extraordinariamente acomodaticias de las economías avanzadas.

Panorama fiscal desolador

Desde que estallara la crisis en 2007, la deuda pública de las economías avanzadas ha aumentado en promedio desde aproximadamente el 75% hasta más del 100% del PIB, y los déficits públicos se han disparado de media del 1,5% al 6,5% del PIB. Podría pensarse que, de no haber acontecido la crisis financiera, los cimientos de las finanzas públicas estarían hoy en buena forma. Sin embargo, durante los años de auge, estos cimientos se vieron apuntalados solo temporalmente por un crecimiento de la recaudación impositiva que parecía no tener fin. La crisis financiera, al reducir los ingresos tributarios y elevar los costes para financiar la red pública de protección social, provocó un aumento explosivo de los déficits y de la deuda que obligó a las autoridades a prestar mayor atención a la amenaza latente que ya no parecía tan lejana: la enorme insuficiencia de financiación para cubrir las obligaciones en concepto de atención sanitaria y pensiones y un sector público que resulta inmanejable por su tamaño.

En algunos países, programas de apoyo ingente al sector financiero tuvieron consecuencias desastrosas para las finanzas públicas. Así pues, la interacción entre el sector financiero y el sector público fue un factor que aceleró el deterioro fiscal, y en los dos últimos años se ha intensificado la conexión entre la tensión del sector bancario y las presiones del mercado, sobre todo en Europa.

Como se analiza en el Capítulo V, la vorágine fiscal ha hecho que muchas emisiones soberanas dejen de ser consideradas por el mercado como inversiones prácticamente sin riesgo de crédito, y por ende como inversiones seguras. Esta pérdida es particularmente preocupante ante la frágil situación financiera y el hecho de que el sistema bancario internacional siga dependiendo en gran medida del apoyo del gobierno. La merma del volumen de activos seguros dificulta el funcionamiento de los mercados financieros y

está incrementando los costes de financiación para el sector privado, a la vez que induce a los bancos a emprender operaciones arriesgadas, como la repignoración, es decir, el uso de los mismos activos como garantía de diversas obligaciones.

En el último año, la atención mundial se ha centrado principalmente en Europa, donde con alarmante frecuencia se han producido crisis en torno a la deuda soberana. Pero tal y como quedó patente en las recientes rebajas de la calificación crediticia de Estados Unidos y Japón, y en las señales de alerta que han dado las agencias calificadoras con respecto al Reino Unido. Los desequilibrios fiscales de largo plazo se extienden más allá de la zona del euro.

Aunque en promedio la deuda de los mercados emergentes se ha mantenido relativamente estable como proporción del PIB, los gobiernos deberían estar alerta: en muchos casos el auge del crédito y del precio de los activos ha ocultado la debilidad de los cimientos de las cuentas públicas, de manera muy parecida a lo que ocurrió en las economías avanzadas antes de la crisis financiera. Si los indicios recientes de desaceleración persistieran, podría ensombrecerse rápidamente el horizonte fiscal de las economías de mercado emergentes.

Por consiguiente, es preciso que los gobiernos de todo el mundo aborden su apremiante situación presupuestaria. En la mayoría de las economías avanzadas, los presupuestos públicos, excluidos los pagos de intereses, deberían registrar un superávit de más del 2% del PIB durante 20 años seguidos tan solo para que la relación entre la deuda y el PIB volviera a los niveles anteriores a la crisis. Por supuesto, cada año adicional de déficit presupuestario alarga el periodo de recuperación. La pregunta no es si los gobiernos deben acometer ajustes, sino cómo hacerlo. Hay quienes sostienen que los gobiernos deberían centrarse exclusivamente en el largo plazo e ignorar el corto. Para otros, la única opción creíble es comenzar los planes de consolidación ya mismo, y cualquier otra opción amenaza con tirar por la borda la solvencia soberana.

Al elegir entre estos dos extremos, algunas cosas están claras desde el principio. Lo prioritario es adoptar medidas a largo plazo que sean enérgicas y creíbles, aun cuando esto signifique tomar ahora decisiones dolorosas. Los gobiernos de las economías avanzadas deberían demostrar de manera convincente que pueden gestionar adecuadamente el gasto en pensiones y asistencia sanitaria a medida que envejece su población. A corto plazo, también sería necesario recortar gastos y elevar los ingresos. Los países con graves problemas tendrán que ir mucho más allá y realizar con rapidez una reforma significativa de su sector público. En muchos países, el proceso de desapalancamiento que se está produciendo en el sector privado debilita la demanda agregada a corto plazo y obstaculiza la reforma fiscal. En estos casos, las autoridades deberían crear suficiente margen de maniobra para facilitar la recomposición de los balances en el sector privado, por ejemplo recapitalizando bancos a medida que se van reconociendo pérdidas.

Con todo, nunca es fácil recuperar la confianza perdida y las emisiones soberanas deberán recorrer un largo camino antes de recuperar su calificación

de activos sin riesgo. Algunos países ya han agotado sus opciones y no tendrán más remedio que tomar medidas inmediatas para restablecer el equilibrio presupuestario. Otros deberán equilibrar adecuadamente las medidas de largo y de corto plazo para asegurarse el éxito. En la búsqueda de ese equilibrio, un reto clave para los gobiernos es no perder la confianza de los inversores.

Las economías menos afectadas por la crisis financiera deberían aprovechar su situación actual de relativa solidez para encauzar sus finanzas públicas por una trayectoria sostenible a largo plazo. Si lo hacen cuanto antes, dispondrán de mayor margen de maniobra cuando inevitablemente se produzca la próxima crisis. Además, todos los países deberían romper la cadena de interacciones negativas entre el sector financiero y el soberano. A tal efecto, deberían actuar con rapidez para reforzar sus bancos y, a medida que mejore la situación, asegurarse de crear defensas fiscales.

El cambiante entorno financiero

Las instituciones financieras están bregando por sobrellevar los efectos de la crisis, al tiempo que se enfrentan a un cambio de actitud de los mercados y a nuevas reglamentaciones. En algunos países, el proceso de recapitalización ha avanzado considerablemente pero, tal como se analiza con mayor detalle en el Capítulo VI, adaptarse a las nuevas condiciones llevará tiempo y requiere un mayor impulso. La magnitud de la tarea inconclusa se refleja claramente en la continua desconfianza de los inversores en los bancos: el coste de asegurarse frente al impago de los bancos (el diferencial de los *swaps* de incumplimiento crediticio) es hoy tan alto como durante el momento álgido de la crisis, y las acciones bancarias siguen perdiendo terreno con respecto al índice general.

Pese a los avances en el proceso de recapitalización, el apalancamiento es aún muy alto en muchos bancos, incluidos algunos que parecen adecuadamente capitalizados pero que en realidad tienen cuantiosas posiciones en derivados. Los grandes bancos siguen interesados en aumentar su apalancamiento sin considerar debidamente las consecuencias negativas, esperando que su importancia sistémica obligue al sector público a cubrir su quiebra. Otro indicio preocupante es que las actividades de negociación, tras haberse retraído brevemente durante la crisis, vuelven a ser una de las principales fuentes de ingresos para los grandes bancos.

Estos factores están llevando al sector financiero a recuperar el perfil de alto riesgo que tenía antes de la crisis. Las enormes pérdidas recientes en operaciones con derivados nos recuerdan los peligros que esto conlleva. Sin duda, el proceso de reforma de la estructura del sistema financiero alcanzará un hito fundamental cuando se permita la quiebra de grandes instituciones sin que los contribuyentes tengan que pagar las consecuencias y cuando el tamaño global del sector en relación con el resto de la economía se mantenga dentro de límites estrictos.

Algunos mecanismos pueden contribuir a armonizar los intereses de los participantes en el mercado con los del público en general. Uno de ellos es la reforma de la política de retribución de los banqueros. Otro se refiere al riesgo

que corren los tenedores de bonos de bancos, junto con el sector público, de tener que pagar las consecuencias si el valor neto de un intermediario financiero se vuelve negativo. Habría una mayor sintonía entre los incentivos de los bonistas y el interés público en general si los inversores tuvieran más claro que deberán asumir pérdidas si los bancos se ven en problemas. Esto exigiría combinar de alguna manera bonos que establezcan con cierta certeza las pérdidas que deberán asumir sus tenedores en caso de resolución (*bail-in bonds*) con una mejora de las potestades en materia de resolución. Si los riesgos para los inversores fueran más claros y dejaran de concederse ayudas a los bancos para paliar la crisis, inclusive con avales públicos a sus bonos, los inversores tendrían más interés en escrutar la situación financiera de los bancos antes de invertir en ellos. A este respecto, es esencial que haya más transparencia para que los riesgos que asumen las instituciones sean más visibles y los bonistas puedan así analizar mejor la situación de los bancos.

En resumen, las políticas públicas deben inducir a los bancos a adoptar modelos de negocio menos arriesgados, más sostenibles y que redunden más claramente en el interés público. Los gobiernos podrían dar al sector bancario un sano impulso en esa dirección si las autoridades se aseguraran de que las nuevas normas acordadas se aplican de forma universal y sin dilación. De esa manera, además de aumentar la transparencia, se garantizarían unas condiciones competitivas equitativas para los bancos con presencia internacional. Más importante aún, las autoridades deberían seguir exigiendo a los bancos que reduzcan su nivel de apalancamiento e impedir que lo vuelvan a aumentar utilizando nuevos instrumentos y tácticas. Pero los esfuerzos en ese sentido no deberían limitarse a los bancos tradicionales. En todo el mundo, las autoridades prudenciales aún se enfrentan al desafío de aplicar reglamentaciones enérgicas que abarquen al sector bancario paralelo.

¿Cuál es el futuro de la unión monetaria europea?

En todo el mundo preocupa la crisis que hostiga a la zona del euro por sus posibles repercusiones. No obstante, la crisis europea puede verse como un presagio, una confluencia virulenta de problemas que podrían extenderse a otros lugares si las políticas no logran romper los círculos viciosos generados por las deficiencias de la economía mundial descritas en este Informe: desequilibrios sectoriales, apalancamiento excesivo, sobreendeudamiento público y sobrecarga de los bancos centrales.

Por ahora, los efectos destructivos de estos problemas se concentran en la zona del euro, donde los responsables de las finanzas públicas de algunos países, forzados a consolidar, no pueden respaldar ni a sus bancos ni a sus economías. Los inversores rápidamente han dejado de confiar en estos países, lo que ha llevado a una fragmentación igualmente rápida de los mercados financieros de la zona. En esta situación, ¿cómo puede recuperar la moneda común su credibilidad para que Europa retorne a la prosperidad y a la senda de la integración?

En parte, la crisis de la zona del euro entraña problemas que la crisis financiera ha puesto de relieve y que son comunes a muchas economías

avanzadas. De la misma manera, para resolverlos se requieren en parte correcciones que también son comunes: ajuste de los balances del sector privado, reequilibrio sectorial, consolidación fiscal y recapitalización de la banca.

Europa ha logrado avances en este terreno mediante la reforma de los mercados laborales y de los sistemas de seguridad social y la adopción del pacto fiscal, que exige a los países tener sus presupuestos generales equilibrados o con superávit.

Pero una resolución cabal de la crisis de la zona del euro también exige fortalecer los cimientos institucionales sobre los que se asienta la propia unión monetaria. Para comprender la importancia de este tema, recordemos que la unión monetaria europea integró los mercados financieros y creó una autoridad monetaria centralizada para que el capital pudiese fluir libre y fácilmente por la zona monetaria común. Ahora bien, mientras que las fronteras de la región han pasado a ser irrelevantes para la actividad financiera y la banca central, sigue siendo limitada la responsabilidad de las autoridades de un país frente a las actuaciones de un intermediario financiero en otro. Por ello, no puede esperarse que los ciudadanos de un país de la unión monetaria respondan financieramente por las acciones llevadas a cabo en otros lugares de la unión.

Es lógico concluir que un mercado financiero paneuropeo y un banco central paneuropeo requieren un sistema bancario también paneuropeo. Dicho de otro modo, una unión monetaria que centraliza el prestamista de última instancia de los bancos debe contar con un sistema bancario unificado. Los bancos de Europa deben convertirse en bancos europeos.

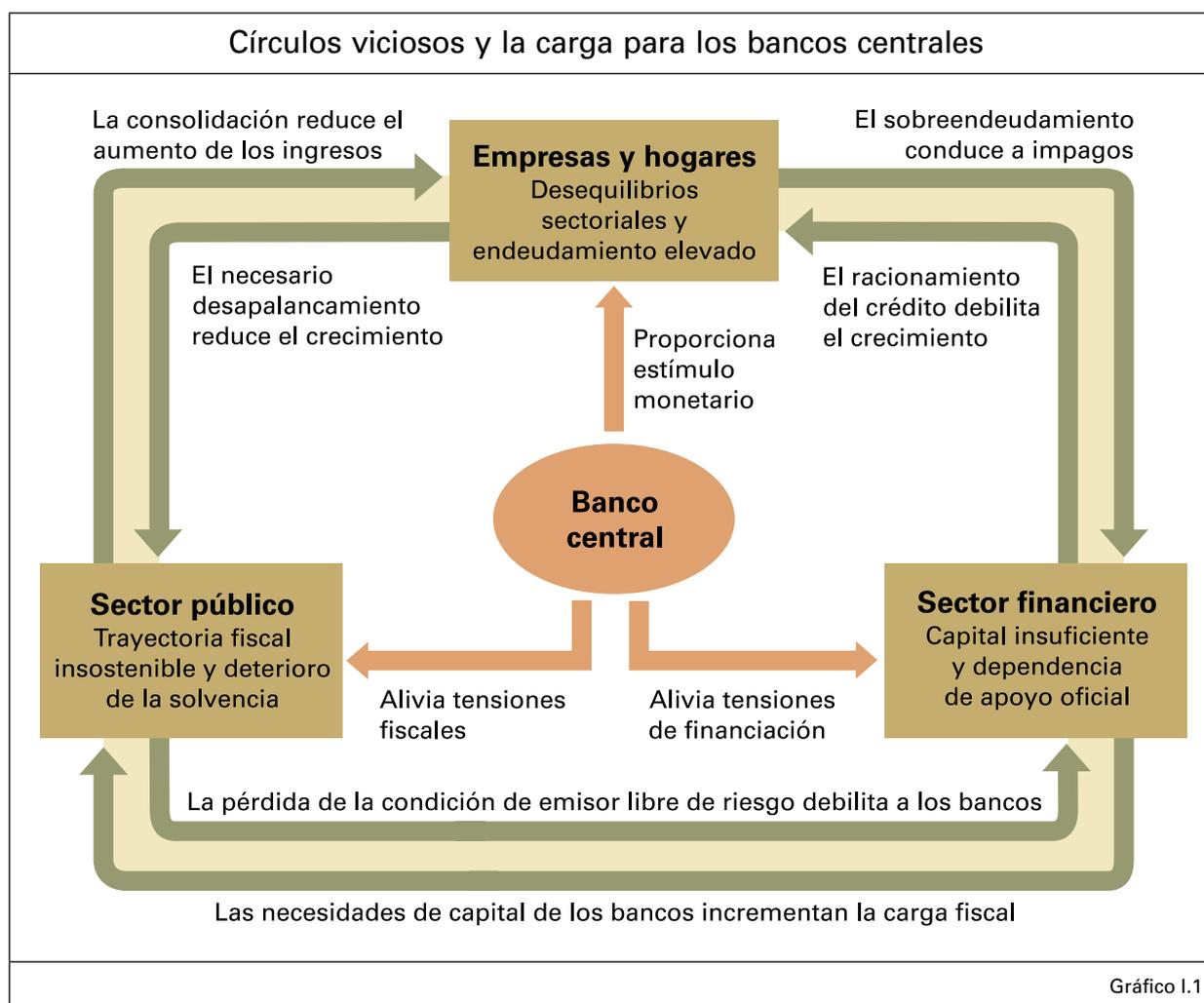
Las propuestas recientes en materia bancaria son prometedoras porque permitirían avances rápidos dentro de los términos actuales de la unión monetaria. En primer lugar, se unificarían las normas bancarias, que actualmente están fragmentadas por las fronteras nacionales. Segundo, una vez unificadas las normas, se centralizaría la responsabilidad en un órgano común de regulación, supervisión, seguro de depósitos y resolución.

De ser adoptadas, estas medidas romperían la interacción negativa entre los bancos y los soberanos y otros vínculos destructivos que están haciendo la crisis tan virulenta. Reactivarían el mercado de préstamos interbancarios y el acceso de los soberanos a los mercados de financiación. Permitirían que el Eurosistema dejara de desempeñar funciones de intermediario financiero, un papel tan poco convencional como conveniente. Y al restablecer la confianza en la moneda única harían que depositantes tanto institucionales como minoristas vuelvan a operar con bancos de sus respectivas plazas. El retorno de la normalidad cotidiana, a través de una moneda y un sistema bancario unificados, daría a los líderes de la zona del euro el tiempo que necesitan para terminar de establecer el amplio marco institucional que la unión monetaria precisa para ser viable a largo plazo.

Resumen

Lograr que la economía mundial se encamine por una trayectoria de crecimiento equilibrado y autosostenible sigue siendo una tarea difícil e inconclusa. Como se analiza en este Informe, la interacción de una serie de deficiencias estructurales obstaculiza las reformas que se requieren en las economías avanzadas y de mercado emergentes. Quienes esperan soluciones fáciles pueden seguir esperando, porque no las hay. Los bancos centrales, que ya están sobrecargados, no pueden corregir por sí solos estas deficiencias. Todo ello lo saben bien los consumidores de las economías avanzadas, que están reduciendo su endeudamiento y se muestran reacios a gastar; también lo comprenden las empresas, que están posponiendo sus decisiones de inversión y contratación de personal; y los inversores, que actúan con cautela ante un panorama de incertidumbre y riesgos. ¿Por qué otra razón aceptarían si no las tasas de interés reales negativas que pagan los bonos de deuda pública de muchas economías avanzadas?

Un vistazo a la economía en su conjunto muestra que hay tres grupos que deben realizar ajustes (Gráfico I.1): el sector financiero debe reconocer sus pérdidas y recapitalizarse, el sector público encauzar sus finanzas hacia una trayectoria sostenible, y los hogares y empresas deben desapalancarse. Tal y



como están las cosas, la carga que pesa sobre cada sector y las medidas de ajuste que cada uno está tomando agravan la situación de los otros dos. El sector financiero pone presión sobre el gobierno a la vez que desacelera el desapalancamiento de los hogares y empresas. Los gobiernos, debido al deterioro de su solvencia y su necesidad de consolidación fiscal, debilitan la capacidad de los otros sectores para sanear su situación. Y los hogares y empresas, al tratar de reducir sus niveles de endeudamiento, entorpecen la recuperación de los gobiernos y bancos. Estas interacciones están creando una serie de círculos viciosos.

Los bancos centrales, que se encuentran en el medio de esta situación, se ven obligados a usar toda la capacidad de que disponen para limitar el daño: otorgando directamente financiación al sector financiero y manteniendo tasas de interés extraordinariamente bajas para aligerar la carga sobre las autoridades fiscales, los hogares y las empresas. Esta intensa presión pone en peligro el objetivo de los bancos centrales de mantener la estabilidad de precios, y compromete su credibilidad y, en última instancia, su independencia.

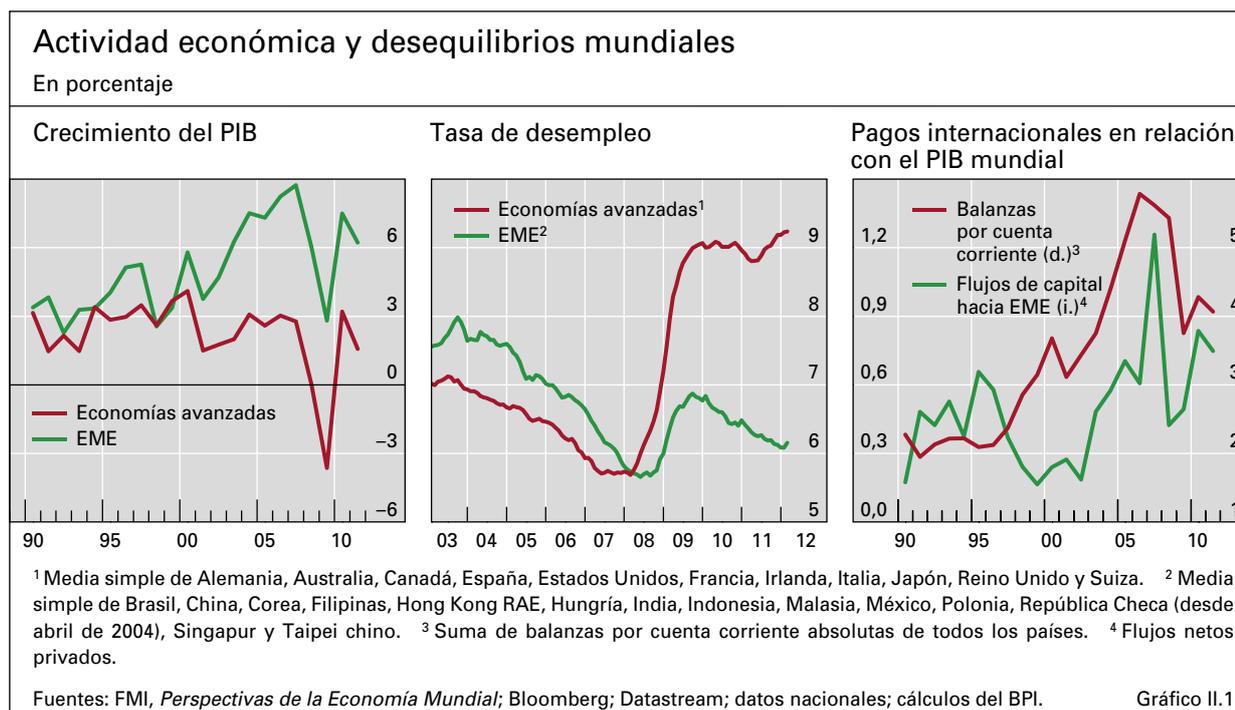
Es crucial desbaratar estos círculos viciosos para poder reducir la presión que recae en los bancos centrales. Para lograrlo, hay que sanear y fortalecer los bancos, y al mismo tiempo controlar el tamaño del sector financiero y limitar los riesgos que éste asume. Como hemos recomendado en informes anteriores, los bancos deben ajustar sus balances para que reflejen el verdadero valor de sus activos. Ya han avanzado en este frente, pero las autoridades deben instarlos a actuar con mayor celeridad y asegurarse de que se recapitalizan rápidamente y crean colchones de capital a medida que mejoren las condiciones. En términos más generales, las autoridades deben llevar a la práctica las reformas financieras acordadas, hacer extensiva su aplicación a las actividades bancarias paralelas, y limitar el tamaño y relevancia del sector financiero para que la quiebra de una institución no desencadene una crisis.

En la zona del euro, los efectos nocivos de estos círculos viciosos han alcanzado una dimensión que refleja no solo las deficiencias observadas en otros sectores, sino también el carácter incompleto de la integración financiera de la zona del euro. Europa superará esta crisis si consigue resolver los problemas en ambos frentes: por un lado llevar a cabo el ajuste estructural, la consolidación fiscal y la recapitalización de los bancos, y por el otro unificar el marco bancario de regulación, supervisión, seguro de depósitos y resolución. De este modo se acabaría con la perniciosa interacción entre los soberanos y los bancos debilitados y se recuperaría la normalidad financiera, ganando así tiempo para seguir desarrollando el marco institucional de la zona del euro.

En conjunto, en Europa y en las demás regiones, la revitalización de los bancos y la moderación del sector financiero pondrían fin a su fatal interacción con los demás sectores y despejarían el camino para seguir adelante con la consolidación fiscal y el desapalancamiento de los segmentos no financieros del sector privado. Solo entonces, cuando los balances de todos los sectores hayan quedado saneados, se podrá esperar nuevamente un crecimiento equilibrado. Y solo entonces se crearán círculos virtuosos que reemplacen a los círculos viciosos en los que está atascada la economía mundial.

II. Retrospectiva del año

La recuperación económica mundial se desaceleró a lo largo del pasado año. El encarecimiento de las materias primas y la intensificación de la crisis de deuda soberana en la zona del euro golpearon a la economía mundial en un momento en el que las debilidades estructurales sin resolver seguían pesando como un lastre sobre ella. Los incrementos en los precios de las materias primas aceleraron las presiones inflacionistas en las economías de mercado emergentes (EME) que crecían con fuerza, provocando un endurecimiento de las políticas para moderar el crecimiento de la demanda. En las economías avanzadas, con menor crecimiento económico y más capacidad productiva ociosa, el encarecimiento de las materias primas no generó tanta presión inflacionista, pero sí minoró el gasto discrecional, ya contenido por efecto de la amortización de deuda iniciada por los hogares. La intensificación de la crisis en la zona del euro conllevó un aumento de la aversión al riesgo en todo el mundo y una creciente inquietud por la exposición al riesgo soberano, y condujo en último término a tensiones en el sector bancario. La expansión mundial dio muestras de más firmeza en los primeros meses de 2012 tras una nueva ronda de intervenciones de los bancos centrales, pero la persistencia de desequilibrios sectoriales y geográficos en la economía mundial impidió que se afianzara un crecimiento sostenido.



La recuperación mundial se desaceleró en 2011

La recuperación económica mundial se ralentizó en 2011. En el conjunto del año el producto mundial creció un 3,9%, cifra ligeramente inferior a la tasa de crecimiento medio de la década anterior a la crisis financiera, pero claramente lejos del 5,3% de 2010. El ritmo de crecimiento en las economías avanzadas se redujo a la mitad, hasta apenas el 1,6% (Gráfico II.1, panel izquierdo), por efecto del significativo debilitamiento de las economías de Estados Unidos y del Reino Unido y la pronunciada caída de la actividad en Japón después del terremoto de marzo de 2011, al tiempo que el crecimiento económico se mantenía prácticamente sin cambios en el conjunto de la zona del euro.

En general, el impulso económico en las economías avanzadas careció de fuerza suficiente para generar una recuperación sólida y autosostenible. El lastre sobre el consumo privado persistió y el desempleo siguió alto, cuando no aumentó (Gráfico II.1, panel central). La caída de precios de los inmuebles y el elevado endeudamiento siguieron lastrando la posición patrimonial de los hogares en las economías maduras más perjudicadas por la crisis financiera (véase Capítulo III). La debilidad del sector de los hogares también afectó al gasto empresarial y, en líneas generales, la mermada capacidad financiera del sector público no dejó margen alguno para un estímulo fiscal adicional.

El crecimiento de las EME rondó el 6% en 2011, moderándose tan solo levemente con respecto a 2010 (Gráfico II.1, panel izquierdo). Asia emergente creció el 7,8%, destacando China (9,2%) y la India (7,2%); América Latina lo hizo un 4,5%. En Europa central y oriental, el crecimiento en el conjunto de 2011 se mantuvo prácticamente sin variación en el 5,3%.

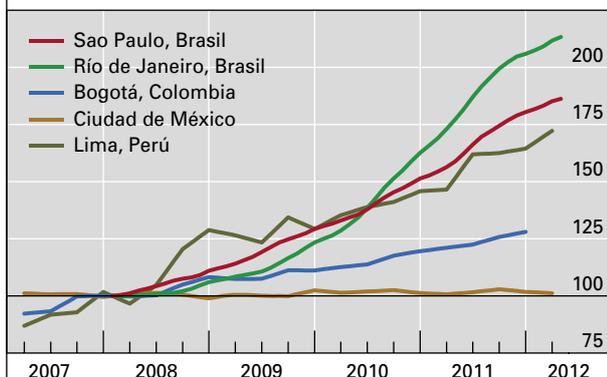
Durante el periodo analizado, el rápido crecimiento de las EME estuvo en muchos casos asociado con indicios de recalentamiento interno, como una mayor inflación, un fuerte crecimiento del crédito y alzas en los precios de los activos. En términos reales, el crédito general al sector privado siguió creciendo con rapidez en América Latina y Asia emergente, y la revalorización de la vivienda rondó o superó máximos históricos en las principales ciudades de América Latina y China (Gráfico II.2). Aun así, el aumento de los precios de la vivienda parece haberse ralentizado recientemente y, en algunos casos, los precios incluso han caído.

Como reflejo de la expansión económica mundial a dos velocidades, los desequilibrios externos mantuvieron su amplitud. Los desequilibrios por cuenta corriente mundiales, aun siendo ligeramente inferiores a los de 2010, no se alejaron del 4% del PIB mundial, un nivel elevado con relación a los patrones históricos (Gráfico II.1, panel derecho, línea roja). Las principales economías avanzadas registraron una vez más déficits por cuenta corriente considerables, con las notables excepciones de Alemania y Japón. En Asia emergente, los superávits por cuenta corriente, aunque menores, continuaron siendo apreciables. Por su parte, América Latina y Europa central y oriental registraron déficits por cuenta corriente. En 2011, el flujo neto de capital privado hacia las EME fue también de los mayores jamás registrados (Gráfico II.1, panel derecho, línea verde). Aun así, pocas monedas de economías de mercado emergentes se apreciaron significativamente frente a las monedas principales, y muchas de ellas de hecho se depreciaron.

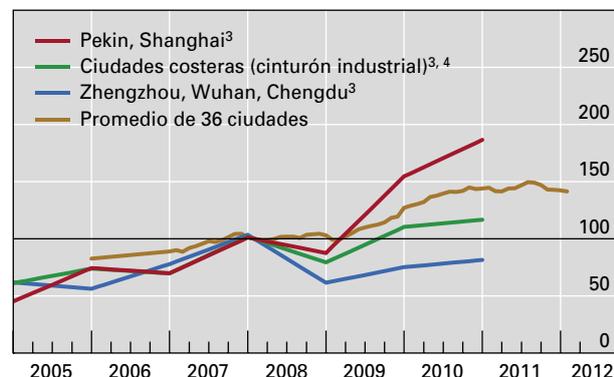
Precios reales de los inmuebles en algunas ciudades de economías de mercado emergentes¹

1 de enero de 2008 = 100

América Latina²



China

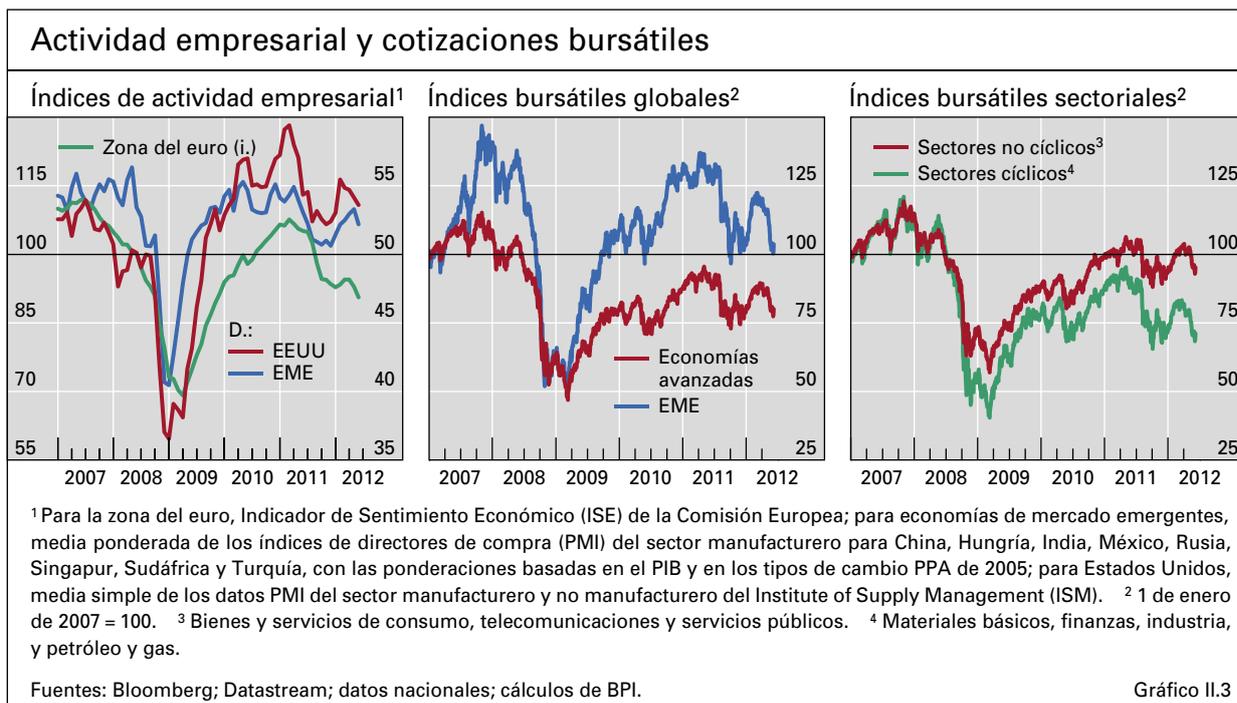


¹Precios nominales deflactados por los índices de precios de consumo nacionales. ² Para Brasil, índice FipeZap de precios de viviendas; para Colombia, índices de precios de nueva vivienda; para México, índice SHF de precios de la vivienda; para Perú, índice de precios de venta por metro cuadrado (apartamentos de distritos seleccionados de Lima). ³ Promedio de precios del suelo residencial. ⁴ Changchun, Dalian, Fuzhou, Guangzhou, Hangzhou, Nanning, Ningbo, Qingdao, Shenyang, Shenzhen y Xiamen.

Fuentes: J. Wu, Y. Deng y H. Liu, «House price index construction in the nascent housing market: the case of China», *Institute of Real Estate Studies Working Paper Series*, National University of Singapore, junio de 2011; Banco de la República (Colombia); Banco Central de Reserva de Perú; CEIC; Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE, Colombia); National Development and Reform Commission (China); Sociedad Hipotecaria Federal (México); datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico II.2

La recuperación mundial empezó a flaquear en el segundo trimestre del año. Por entonces, los indicadores de actividad económica perdieron fuelle de forma notoria en Estados Unidos, seguidos por los correspondientes a las EME y, en el segundo semestre de 2011, por los de Europa, que se deterioraron de forma relativamente marcada (Gráfico II.3, panel izquierdo). Los precios de numerosos activos financieros sensibles al crecimiento disminuyeron. Los principales índices bursátiles del mundo registraron caídas, con descensos relativamente pronunciados en las cotizaciones de los valores cíclicos (Gráfico II.3, paneles central y derecho). Por lo general, los diferenciales de los valores de renta fija privada se ampliaron, en particular los relativos a emisiones con calificaciones crediticias bajas o inferiores al grado de inversión.

Esta evolución reflejó dos importantes perturbaciones que pusieron al descubierto la debilidad subyacente de la economía mundial en relación con los desequilibrios internos y externos. En primer lugar, las materias primas, que ya se habían encarecido significativamente, mantuvieron su carestía en un entorno caracterizado por una fuerte demanda procedente de las EME. Esto redujo la renta disponible de los hogares en Estados Unidos y otras economías avanzadas, en un contexto de alto desempleo y reestructuración de balances. En cambio, su principal efecto en varias EME fue un repunte de la inflación, que a su vez provocó un endurecimiento de las políticas. En segundo lugar, los inversores de los mercados financieros mostraron creciente precaución ante la calidad crediticia de algunos gobiernos de la zona del euro y el grado de exposición de la banca europea al riesgo de crédito soberano. En el segundo



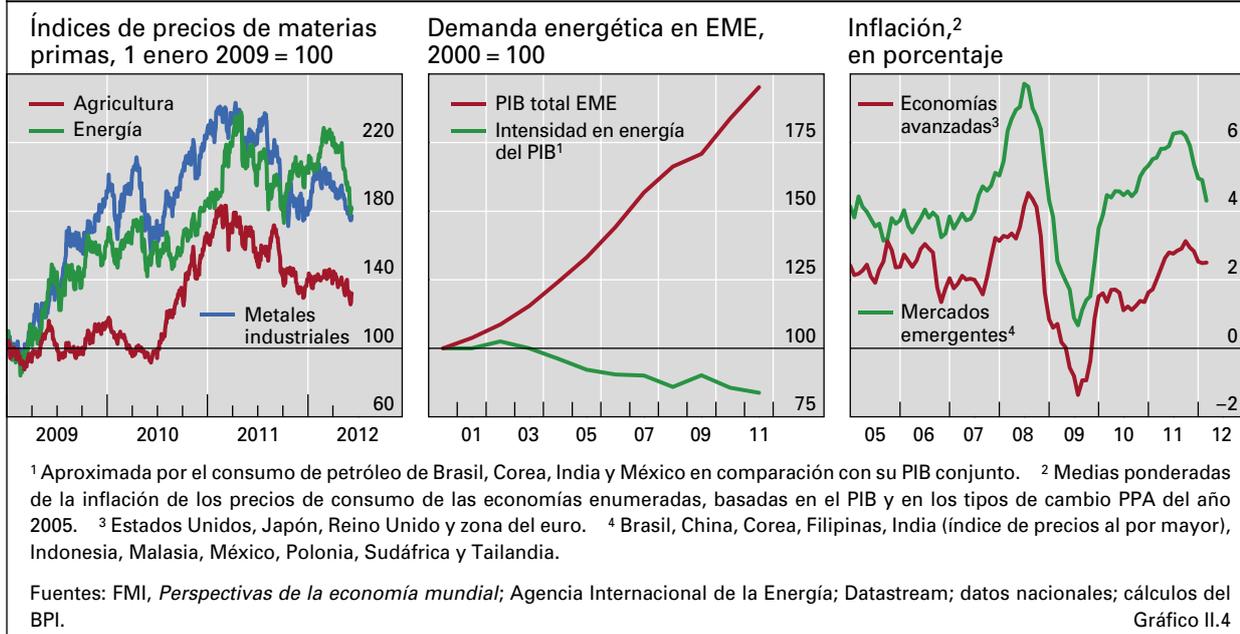
semestre del año, el fuerte incremento de la aversión al riesgo a nivel mundial, la contención presupuestaria y las crecientes presiones para que los bancos prosiguieran el desapalancamiento terminaron por minar la demanda.

La carestía de las materias primas surtió efectos diferentes entre países

Las materias primas se encarecieron de forma muy pronunciada hasta el final del primer trimestre de 2011 (Gráfico II.4, panel izquierdo). En concreto, desde su mínimo cíclico de mediados de 2010, los precios de las materias primas agrícolas se duplicaron, mientras la energía y los metales industriales se encarecieron más de un 50%. En los seis meses siguientes, los precios de las materias primas retrocedieron un 20%–30%. Desde el final del tercer trimestre, no obstante, el coste de los recursos energéticos repuntó un 20% aproximadamente, mientras que las materias primas agrícolas y los metales industriales mantuvieron sus precios relativamente estables. En 2011, todos estos precios permanecieron muy por encima de sus niveles medios de 2009–2010.

Al fuerte encarecimiento contribuyeron diversos factores adversos por el lado de la oferta. Las desfavorables condiciones climáticas y malas cosechas elevaron los precios de las materias primas agrícolas en el segundo semestre de 2010 y principios de 2011. Asimismo, los disturbios políticos en Oriente Medio y el Norte de África en los primeros meses de 2011 amenazaron con interrumpir el suministro de petróleo y provocaron alzas en sus precios, sin que el moderado aumento de la oferta por los principales países productores de petróleo bastase para frenar esta tendencia. Los riesgos geopolíticos para el suministro, relacionados esta vez con Irán, impulsaron de nuevo los precios del petróleo a finales de 2011 y comienzos de 2012.

Mercados de materias primas e inflación



Además de las perturbaciones de oferta, el patrón de crecimiento mundial contribuyó a mantener la carestía de las materias primas. La integración en las cadenas de producción mundiales y rápido desarrollo económico de las EME generó una fuerte demanda, especialmente de energía y metales industriales, pero también de materias primas agrícolas. Como se refleja en el Gráfico II.4 (panel central), el crecimiento del PIB ha estado por encima de las ganancias de eficiencia energética en las principales EME durante la última década. Ante la limitada capacidad productiva ociosa, los precios del petróleo y de otras materias primas mostraron una alta sensibilidad a los cambios en las expectativas de crecimiento. En 2011, la variación asociada de los precios de las materias primas tendió a refrenar la recuperación mundial.

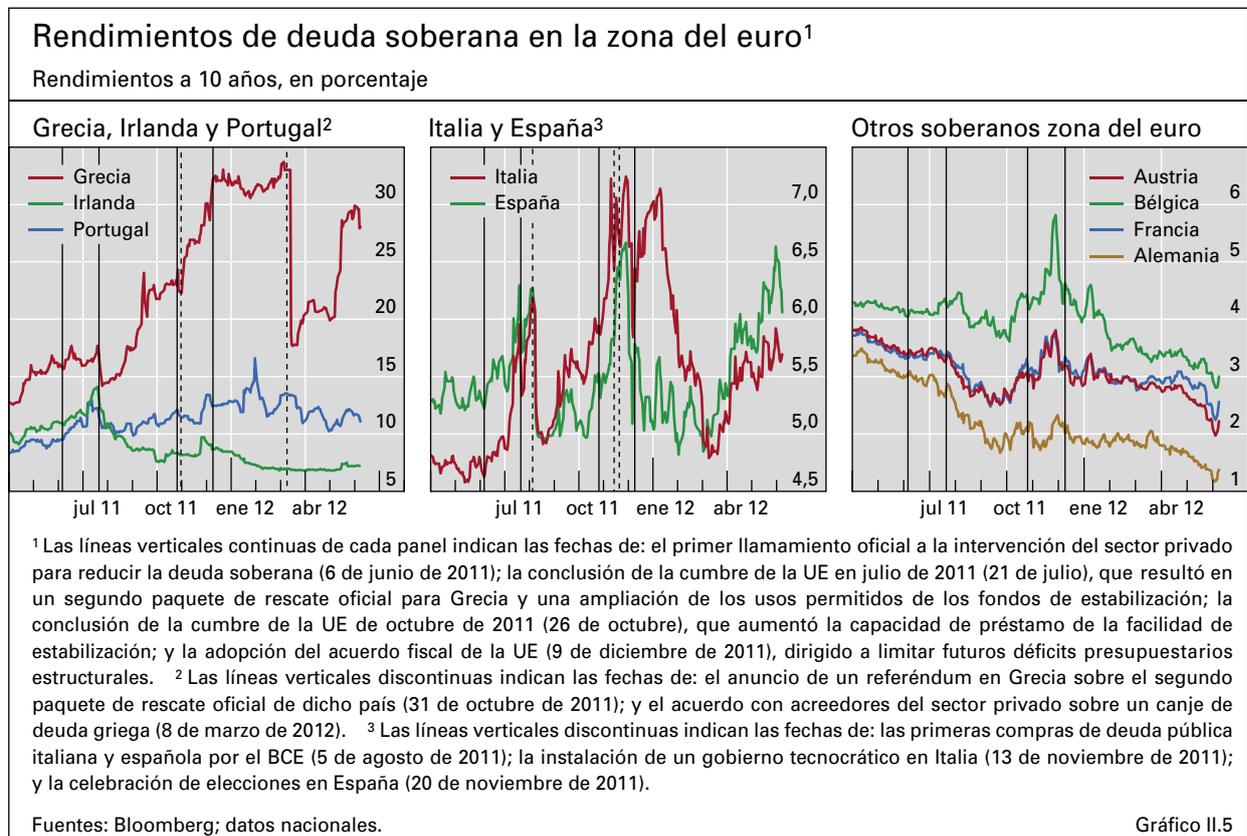
Los fuertes aumentos de los precios de las materias primas a comienzos de 2011 y la escasa capacidad productiva sobrante provocaron un repunte de la inflación general en las EME en meses posteriores. A mediados de 2011, la inflación media en estas economías superaba el 6%, una de las tasas más altas de la última década (Gráfico II.4, panel derecho). Las presiones inflacionistas eran elevadas, ya que en estos países la energía y los alimentos representan una proporción del consumo mucho mayor que en las economías avanzadas.

El encarecimiento de la energía hizo subir también la inflación general en las economías avanzadas, pero la capacidad productiva ociosa contuvo en ellas los efectos de segunda ronda. Los altos precios energéticos minoraron la capacidad adquisitiva de unos hogares ya lastrados por el elevado desempleo y una tensa situación financiera. En Estados Unidos, por ejemplo, los hogares destinaron un 2% más de sus ingresos a combustibles. Con una tasa de desempleo superior al 9% y caídas en el precio de la vivienda y las cotizaciones bursátiles, la confianza de los consumidores estadounidenses se desplomó en el verano de 2011.

En parte debido al distinto impacto de estos cambios en los precios de las materias primas, las respuestas de política monetaria de las EME difirieron de las dadas en las economías avanzadas en el segundo y tercer trimestres de 2011. Mientras que numerosas EME endurecieron su política monetaria ante la aceleración de la inflación, los bancos centrales de las principales economías avanzadas optaron por revertir medidas restrictivas anteriores o bien relajaron todavía más sus políticas adoptando medidas extraordinarias.

Se intensifica la crisis de la deuda soberana de la zona del euro

La crisis de la deuda soberana de la zona del euro se intensificó a mediados de 2011. En meses anteriores, el rendimiento de la deuda pública de países sujetos a programas de apoyo oficiales —Grecia, Irlanda y Portugal— se había incrementado sustancialmente (Gráfico II.5, panel izquierdo), mientras que el de otros países se había mantenido bastante más estable. No obstante, los rendimientos correspondientes a España e Italia, dos emisores de envergadura muy superior, experimentaron entonces un ascenso importante y sostuvieron su tendencia al alza durante gran parte del segundo semestre (Gráfico II.5, panel central). Asimismo, hacia el final de 2011, el rendimiento de algunos de los bonos soberanos de la zona del euro con mejor calificación crediticia, como los de Austria, Bélgica y Francia también aumentó, ampliándose con respecto al de los bonos alemanes (Gráfico II.5, panel derecho).

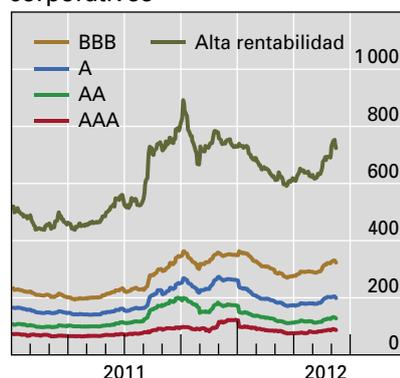


Activos seguros y de riesgo

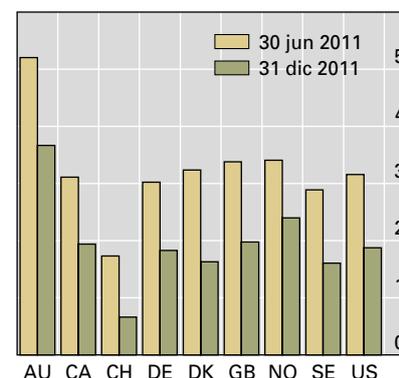
Flujos de cartera netos dirigidos a EME



Diferenciales de bonos corporativos²



Rendimientos de deuda pública³



AU = Australia; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; DK = Dinamarca; GB = Reino Unido; NO = Noruega; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Volatilidad anualizada de los rendimientos diarios, calculados durante los 22 días hábiles anteriores, de una cartera hipotética que incluye el índice bursátil mundial MSCI (ponderación del 60%), el índice global de bonos de alta calificación de Merrill Lynch (ponderación del 35%) y el índice de bonos de alta rentabilidad y de mercados emergentes de Merrill Lynch (ponderación del 5%). ² Diferenciales ajustados a la opción de rendimientos de índices de bonos corporativos globales respecto del rendimiento de la deuda pública, en puntos básicos. ³ A 10 años, en porcentaje.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; EPFR; Merrill Lynch; cálculos del BPI.

Gráfico II.6

Varios factores contribuyeron a esta intensificación. En primer lugar, los prestamistas oficiales, que estaban estudiando un segundo paquete de ayudas a Grecia, exigieron que el sector privado participase en reducir la carga de la deuda de Grecia como condición para conceder préstamos adicionales, lo que creó incertidumbre entre los tenedores de obligaciones sobre el tratamiento que recibirían en caso de futuros programas de apoyo oficiales de la zona del euro. En segundo lugar, el crecimiento en la zona del euro empezaba a ralentizarse, dificultando a los gobiernos de la región reforzar sus posiciones financieras a corto plazo. En tercer lugar, la rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos por una agencia de calificación hizo que los inversores prestaran mayor atención a la sostenibilidad de las finanzas públicas.

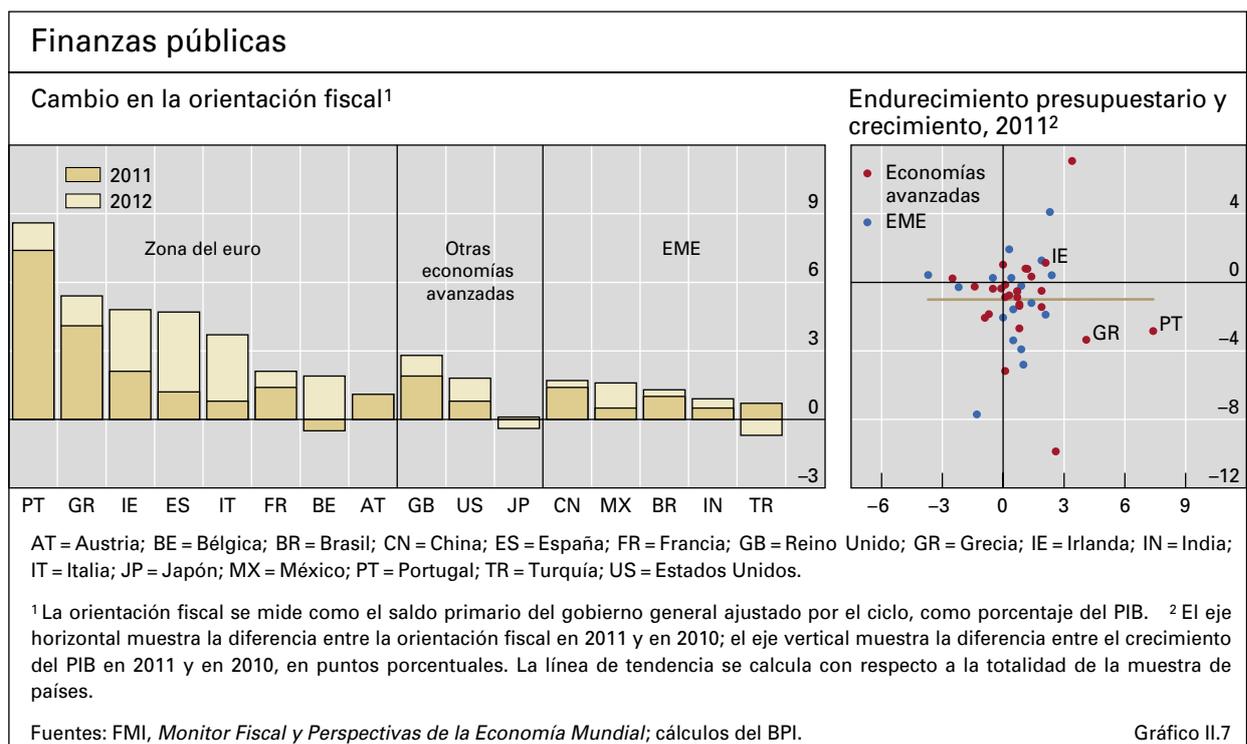
En el segundo semestre de 2011 se adoptaron diversas medidas oficiales para abordar la crisis. En agosto, el BCE reactivó las adquisiciones de deuda pública de la zona del euro. El rendimiento de las deudas de España e Italia registró inicialmente una fuerte caída, pero a las pocas semanas retomó la senda ascendente ante la preocupación de los mercados por la capacidad de los gobiernos para aplicar las medidas de consolidación fiscal acordadas con los socios europeos. La ampliación en julio de los usos permitidos del fondo de estabilización de la zona del euro y en octubre de su capacidad de préstamo pareció tener un efecto aún más efímero sobre los rendimientos. Sin embargo, el pacto fiscal alcanzado a finales de 2011 para limitar los déficits presupuestarios estructurales fue el preludio de reducciones más significativas y sostenidas de los rendimientos (véase Capítulo V).

La crisis de la deuda pública en la zona del euro aumentó la aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales, ajustándose las carteras al contexto de mayor riesgo soberano. Por ejemplo, al aumentar la volatilidad de

las carteras en agosto, los inversores internacionales empezaron a vender bonos y acciones de mercados emergentes, un cambio de tendencia que se mantuvo durante casi todo el segundo semestre de 2011 (Gráfico II.6, panel izquierdo). La demanda de acciones y de bonos corporativos en economías avanzadas también disminuyó, provocando caídas de precios y alzas en los diferenciales, en especial en los bonos de menor calificación (Gráfico II.6, panel central).

Algunos activos financieros se beneficiaron de los flujos de fondos en busca de seguridad. Fue el caso de la deuda pública de Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, los países nórdicos, el Reino Unido y Suiza, cuyo rendimiento cayó hasta niveles históricamente muy bajos durante el segundo semestre de 2011 (Gráfico II.6, panel derecho). La demanda fue tal que el rendimiento de algunos bonos a muy corto plazo registró puntualmente valores negativos. El yen y el franco suizo también se apreciaron notablemente como consecuencia de los ajustes de cartera asociados a dichos flujos de fondos. Para contrarrestar estas tendencias, las autoridades japonesas vendieron yenes en los mercados de divisas, llegando a batir su récord de volumen de negociación diario, al tiempo que el Banco Nacional de Suiza establecía un tope superior para el cruce del franco con el euro.

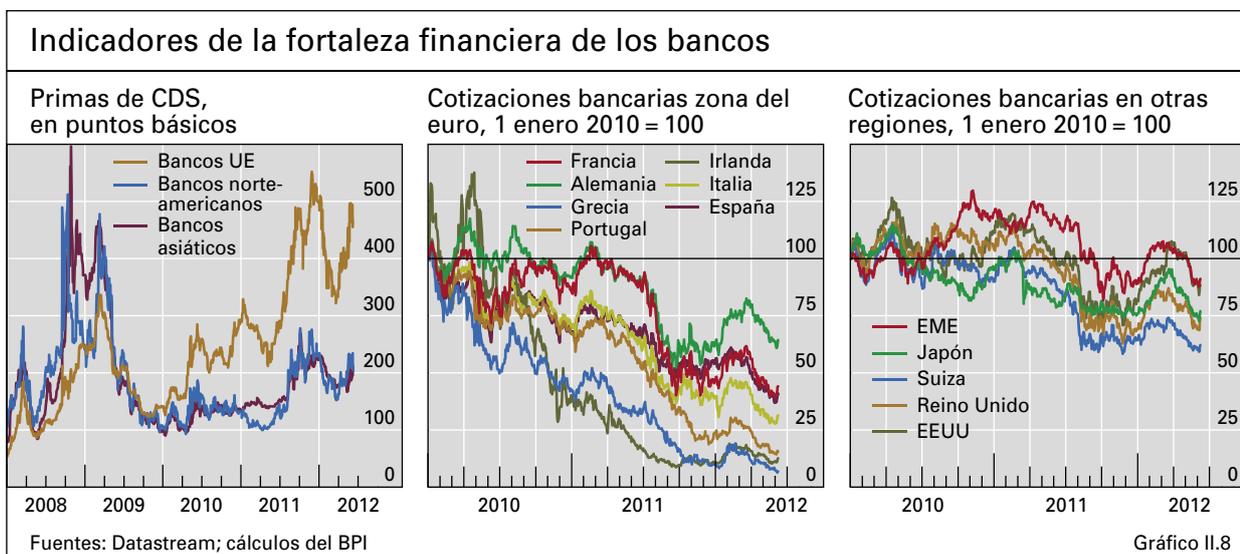
Muchas economías avanzadas y emergentes endurecieron sus políticas fiscales (Gráfico II.7, panel izquierdo). Mientras que las economías avanzadas adoptaron políticas más restrictivas ante las dudas suscitadas por la sostenibilidad de sus finanzas, las economías emergentes lo hicieron para contener la demanda interna. En concreto, los países de la zona del euro fueron los que más se ajustaron el cinturón. En Grecia, Irlanda y Portugal, los programas de apoyo oficiales también impusieron un importante ajuste fiscal, que exigía reducir el déficit presupuestario en varios puntos porcentuales del



PIB. Algunas de las mayores economías de la zona del euro como España, Francia e Italia también adoptaron una orientación fiscal más restrictiva. Entre los países no pertenecientes a la zona del euro, el Reino Unido, cuya calificación crediticia había sido puesta en revisión y señalada con perspectiva negativa por dos de las principales agencias de calificación, prosiguió con la contención del déficit presupuestario. Estados Unidos también endureció algo su orientación fiscal, pese a prorrogar ciertas desgravaciones en el impuesto sobre la renta y prestaciones de desempleo suplementarias en 2011 y 2012. Japón fue la única de las principales economías avanzadas que relajó su política fiscal para poder hacer frente a los gastos de reconstrucción tras el terremoto. Algunas EME también endurecieron de forma moderada su política fiscal, a fin de contener la demanda interna. No obstante, esta consolidación fiscal no parece haber estado asociada de forma sistemática a la desaceleración del crecimiento económico registrada en 2011 (Gráfico II.7, panel derecho).

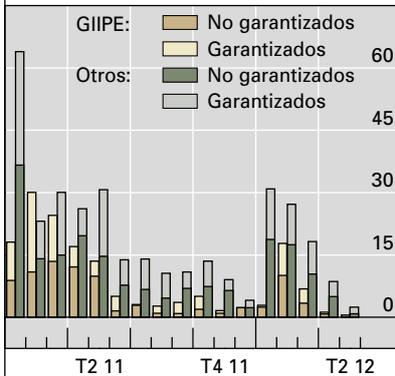
Caída de la financiación bancaria y la oferta de crédito en Europa

La crisis de la deuda soberana de la zona del euro sometió a la banca europea a tensiones crecientes en el segundo semestre de 2011. A éstas contribuyeron la incertidumbre sobre la exposición de las entidades bancarias al riesgo de crédito soberano y las dudas sobre la capacidad de los gobiernos para ayudar a las entidades en dificultades. Al deteriorarse la percepción de solvencia crediticia de los bancos europeos, las primas de sus *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) se dispararon (Gráfico II.8, panel izquierdo). Los precios de las acciones bancarias se hundieron en aquellos países cuya deuda soberana más se había deteriorado, registrando marcados descensos en el resto de la zona del euro (Gráfico II.8, panel central). No obstante, la crisis afectó también a bancos de otras regiones, como muestra la evolución de las cotizaciones bursátiles (Gráfico II.8, panel derecho) y de las primas de los CDS.

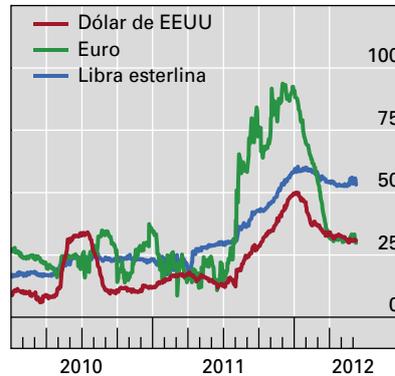


Condiciones de financiación bancaria

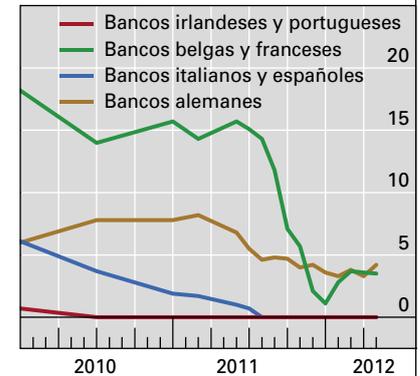
Emisión de bonos bancarios en la zona del euro, en mm de euros



Diferencial Libor-OIS a tres meses, en puntos básicos



Activos de fondos del mercado monetario estadounidense frente a bancos²



¹ Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. ² Activos de los 10 mayores fondos de inversión «prime» del mercado monetario de Estados Unidos frente a bancos de la zona del euro, como porcentaje de los activos gestionados por estos fondos. A 30 de abril de 2012, estos 10 fondos de inversión contaban con 642.000 millones de dólares de EE.UU. en activos, mientras que todos los fondos de inversión «prime» del mercado monetario de Estados Unidos tenían 1,42 billones de dólares en activos.

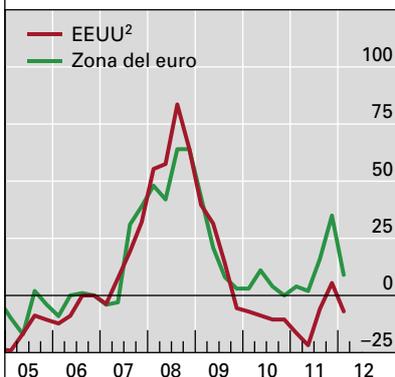
Fuentes: BCE; Bloomberg; Dealogic; Fitch Ratings.

Gráfico II.9

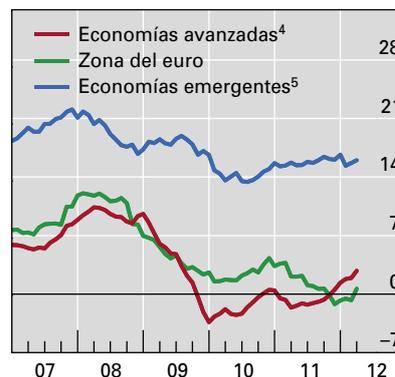
Las condiciones de financiación bancaria en la zona del euro empeoraron rápidamente en otoño de 2011. Los depositantes empezaron a retirar fondos de entidades bancarias de España y, en menor medida, de Italia, que se sumaron a la continua salida de depósitos bancarios de Grecia e Irlanda. Los mercados de deuda no garantizada prácticamente se cerraron para muchos bancos de la zona del euro (Gráfico II.9, panel izquierdo) y el coste de

Crédito bancario

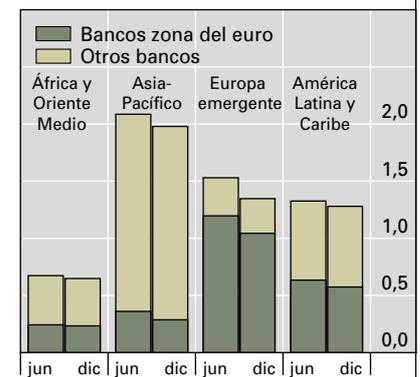
Criterios de préstamo a empresas¹



Crecimiento del crédito bancario nacional³



Activos exteriores frente a mercados emergentes⁶ en 2011, en billones de dólares



¹ Porcentaje neto de bancos encuestados que endurecieron sus criterios de préstamo. ² Préstamos a empresas grandes y medianas. ³ Variación interanual del crédito, ponderado por tipos de cambio PPA de 2005, en porcentaje. ⁴ Estados Unidos, Japón, Reino Unido y zona del euro. ⁵ Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia y Turquía. ⁶ Activos exteriores en función de la nacionalidad del banco declarante en base al prestatario inmediato.

Fuentes: Encuesta de préstamos bancarios del BCE; Encuesta de opinión a altos directivos sobre prácticas en la concesión de crédito bancario de la Reserva Federal; *estadísticas financieras internacionales* del FMI; CEIC; Datastream; estadísticas bancarias consolidadas del BPI por nacionalidad; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico II.10

endeudamiento en el mercado interbancario se incrementó de forma significativa para las operaciones en euros, pero también en dólares y libras esterlinas (Gráfico II.9, panel central). La disponibilidad de financiación en dólares se redujo para los bancos de la zona del euro, en parte al reducir sus exposiciones los fondos de inversión en activos del mercado monetario estadounidenses (Gráfico II.9, panel derecho).

Ante la mayor presión para desapalancarse, los bancos de la zona del euro acentuaron su preferencia por concentrar los préstamos en sus respectivos países. En conjunto, en el último trimestre de 2011 los bancos de la zona del euro endurecieron sus criterios de concesión de crédito a empresas más que los bancos en Estados Unidos (Gráfico II.10, panel izquierdo). Mientras la tasa de crecimiento del crédito de bancos de la zona del euro a prestatarios internos no financieros cayó hasta cero (Gráfico II.10, panel central), su concesión de crédito a otras regiones se redujo de forma más sustancial. Entre mediados y finales de 2011, los activos exteriores de bancos de la zona del euro frente a prestatarios de EME se redujeron un 12%: un 4% en África y Oriente Medio, un 20% en Asia y el Pacífico, un 13% en Europa emergente y un 9% en América Latina y el Caribe (Gráfico II.10, panel derecho). Dicha reducción fue especialmente fuerte en el caso de préstamos con una elevada ponderación por riesgo, como los préstamos apalancados o la financiación de proyectos, así como otros que suelen requerir financiación en dólares, como el arrendamiento de aeronaves y embarcaciones o la financiación al comercio.

Siendo así, el crédito bancario antes prestado desde la zona del euro se vio sustituido en gran medida por otras vías de financiación. En algunos casos, se recurrió a otros grandes prestamistas internacionales (Gráfico II.10, panel derecho). Algunos bancos australianos, japoneses y británicos ya centrados en Asia emergente incrementaron el crédito a la región. Los prestamistas internos también impulsaron el crédito, en especial en el caso de América Latina; en menor medida en Europa emergente, donde los bancos de Europa occidental tenían una importante cuota de mercado. Por su parte, algunos importantes prestamistas corporativos optaron por los mercados de renta fija, donde la emisión bruta creció casi un 30% en el último trimestre de 2011.

Fragilidad del crecimiento mundial a comienzos de 2012

La fragilidad de la economía y las crecientes tensiones en los mercados financieros mundiales a finales de 2011 se tradujeron en una nueva ronda de medidas de apoyo por parte de los bancos centrales (véase Capítulo IV). La Reserva Federal se comprometió a comprar valores del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo por valor de 400 000 millones de dólares, financiados con la venta de valores a corto plazo. Asimismo, anunció su intención de mantener la tasa de interés oficial a corto plazo en niveles excepcionalmente bajos al menos hasta el final de 2014. El Banco de Inglaterra y el Banco de Japón continuaron ampliando sus programas de adquisición de activos financieros. Por su parte, los bancos centrales de Brasil, China, Filipinas, la India, Indonesia y Turquía también relajaron sus políticas monetarias. En diciembre de 2011, el

BCE anunció ofertas de financiación a bancos de la zona del euro a tres años, aceptando a tal efecto un conjunto más amplio de activos como garantía. Los principales bancos centrales ya habían acordado reducir el coste de sus líneas bilaterales de *swaps* de divisas, lo que les permitiría permutar euros por dólares con los bancos a un menor precio.

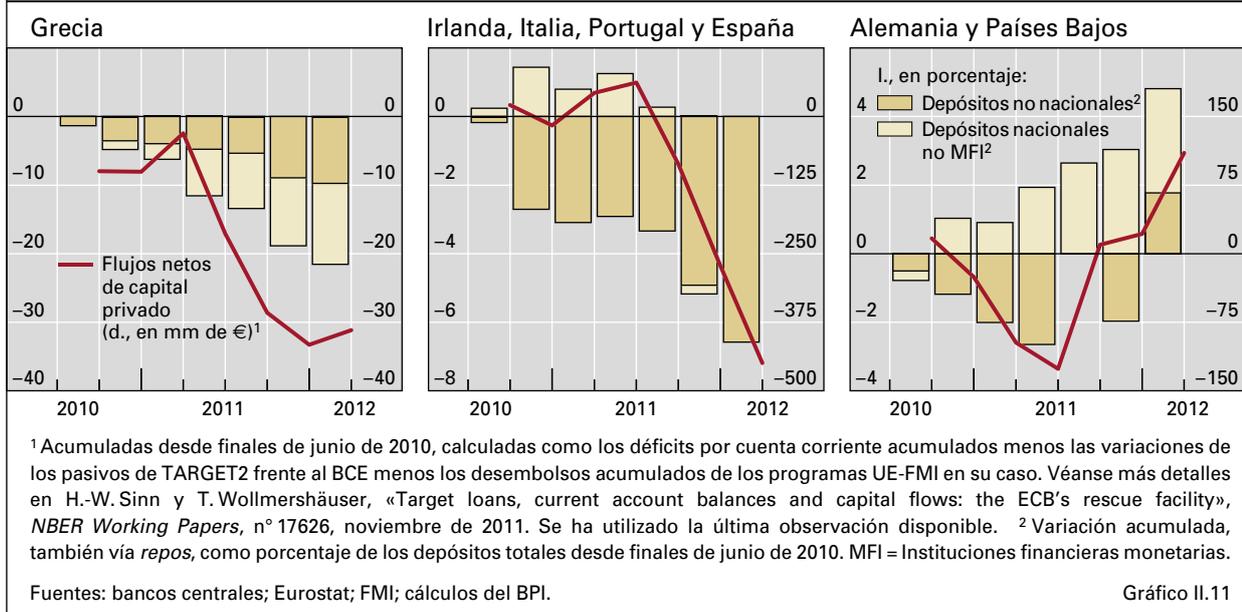
Estas medidas trajeron consigo mejoras importantes en los mercados de financiación bancaria (Gráfico II.9) y en los mercados financieros en general. Las dos subastas de financiación a tres años celebradas por el BCE en diciembre de 2011 y febrero de 2012 permitieron a los bancos de la zona del euro prefinanciar gran parte de sus amortizaciones de deuda no garantizada con vencimiento en 2014. Además, los bancos utilizaron parte de este dinero para comprar activos, entre ellos bonos soberanos de la zona del euro, cuyos rendimientos se redujeron de forma significativa (Gráfico II.5). En líneas generales, el apoyo estratégico adicional consiguió estimular el precio de una amplia gama de activos durante los primeros meses de 2012. La concreción de la reestructuración ordenada de la deuda griega en marzo también eliminó el riesgo de deterioro de los precios de los activos.

La actividad económica mundial pareció recuperarse ligeramente en el primer trimestre de 2012. En Estados Unidos, la tasa de desempleo disminuyó, de la mano de un importante aumento de la confianza y del gasto de los consumidores. En Japón, los pedidos de maquinaria y la inversión empresarial dinamizaron la actividad, mientras la economía seguía repuntando después de los efectos del terremoto de marzo de 2011. Tras contraerse en el último trimestre de 2011, el PIB de la zona del euro se estabilizó, y la actividad de varias EME aumentó su ritmo de crecimiento, en particular en América Latina y el sudeste asiático.

Dicho esto, el crecimiento económico sostenible no acabó de afianzarse, y la actividad económica cayó en el segundo trimestre. En abril y mayo, una batería de indicadores económicos peores de lo esperado en Estados Unidos coincidió con una nueva ralentización de la creación de empleo. En China, los indicadores de actividad se debilitaron de forma significativa a partir de 2012, si bien esta ralentización fue en parte como resultado de las medidas adoptadas para reconducir su crecimiento hacia niveles más sostenibles. El crecimiento de la economía también se debilitó con fuerza en Brasil y la India, en especial en los sectores agrícola y manufacturero. En la zona del euro, el crecimiento pareció contraerse de nuevo en el segundo trimestre de 2012.

Los riesgos financieros en la zona del euro también se intensificaron en el segundo trimestre de 2012, debido principalmente a la inquietud ante la futura orientación de las políticas en Grecia tras las elecciones. Las retiradas de depósitos y otras salidas de capitales aumentaron en países considerados vulnerables a un eventual empeoramiento de la crisis. En particular, la retirada de depósitos bancarios se aceleró en mayo en Grecia, cuyos bancos habían perdido ya aproximadamente un tercio de los depósitos de no residentes y una cuarta parte de los depósitos locales no financieros (Gráfico II.11, panel izquierdo). Los depositantes extranjeros también retiraron fondos de bancos de España, Irlanda, Italia y Portugal, mientras que los depósitos locales se

Depósitos bancarios de la zona del euro y flujos de capital transfronterizos privados



mantenían más estables (Gráfico II.11, panel central). En cambio, los depósitos en bancos de Alemania y los Países Bajos aumentaron de forma significativa en el primer trimestre de 2012 (Gráfico II.11, panel derecho). Asimismo, las estimaciones de flujos de capital totales muestran salidas netas de capital privado de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España y entradas de capital en Alemania y los Países Bajos (Gráfico II.11, líneas rojas).

III. Reequilibrar el crecimiento

Cinco años después de que estallara la crisis *subprime*, el crecimiento económico mundial todavía presenta desequilibrios. Entre las economías avanzadas que aún sufren las secuelas del profundo desplome de la actividad crediticia e inmobiliaria se cuentan principalmente España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido. El derrumbe de la construcción y otros sectores relacionados con la actividad inmobiliaria fue particularmente severo en los dos primeros. Los desequilibrios sectoriales asociados probablemente tendrán importantes efectos duraderos en el desempleo. Mientras familias y empresas se esfuerzan por cumplir con el servicio de sus deudas, los sistemas bancarios de estos países acusan los efectos de una elevada morosidad. Los cocientes de endeudamiento y los costes del servicio de la deuda también están creciendo en países que se libraron del desplome inmobiliario, a pesar de que el porcentaje de préstamos problemáticos en éstos sigue siendo reducido. Además, algunas economías cuyo crecimiento se ha basado principalmente en la exportación también podrían afrontar dificultades pronto.

Este capítulo examina en primer lugar los desequilibrios estructurales que deben corregirse para que las economías puedan retornar a una senda de crecimiento estable. A continuación se analiza el endeudamiento del sector privado (el análisis de la deuda pública se reserva para el Capítulo V), tanto en países que sufrieron una crisis financiera endógena como en otros que no. La última sección debate las implicaciones para las políticas.

Ajustes estructurales

Los modelos de crecimiento tendrán que cambiar en numerosos países. En algunos, el auge de los precios inmobiliarios condujo a un intenso crecimiento de la construcción y de otras actividades relacionadas con ese sector, provocando desequilibrios que deberán resolverse para que esas economías puedan crecer de forma sostenible. El desplome del sector de la vivienda también destapó deficiencias estructurales ya existentes, como rigideces en la legislación laboral y en la estructura productiva, que parecen irrelevantes en tiempos de bonanza pero que impiden el ajuste cuando la economía está en apuros.

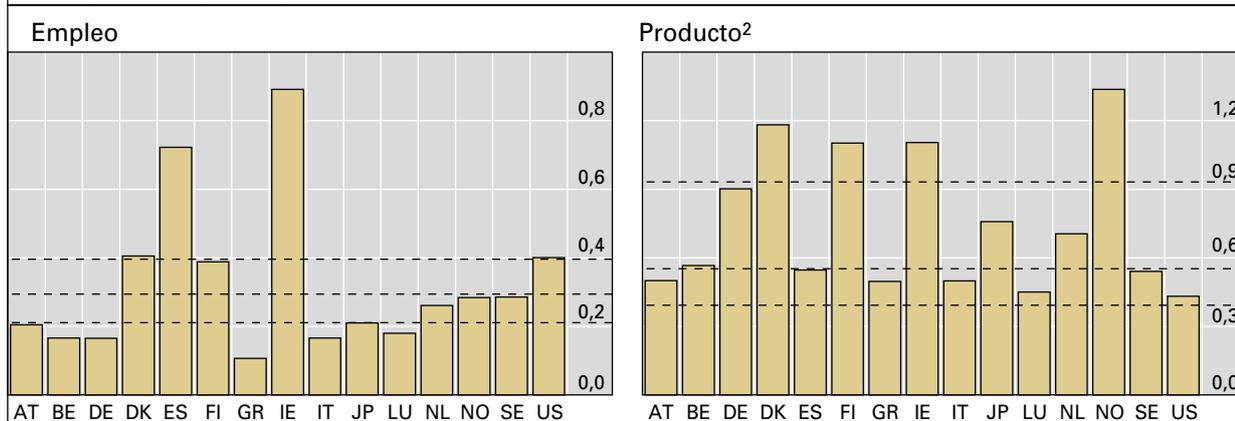
Los retos son diferentes en otras economías que se especializaron en exportar a países que ahora tienen menores perspectivas de crecimiento. Algunas de estas economías son muy competitivas, al menos en ciertos sectores, pero no dejan de estar expuestas a una desaceleración del crecimiento de sus socios comerciales.

El desempleo tras el desplome inmobiliario

El desempleo continúa siendo elevado en numerosas economías avanzadas, no solo en las aquejadas por la desconfianza sobre la deuda soberana (véase

Desequilibrios sectoriales en empleo y producto durante la Gran Recesión¹

Concentración de pérdidas de empleo y producción (variación absoluta media de las participaciones sectoriales entre 2008 y 2009), en puntos porcentuales



AT = Austria; BE = Bélgica; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; GR = Grecia; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Japón; LU = Luxemburgo; NL = Países Bajos; NO = Noruega; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ Las líneas discontinuas indican, de abajo a arriba, el primer, segundo y tercer cuartil de la muestra de recesiones (periodos con crecimiento negativo), para los países enumerados durante el periodo 1980–2009. ² Valor añadido.

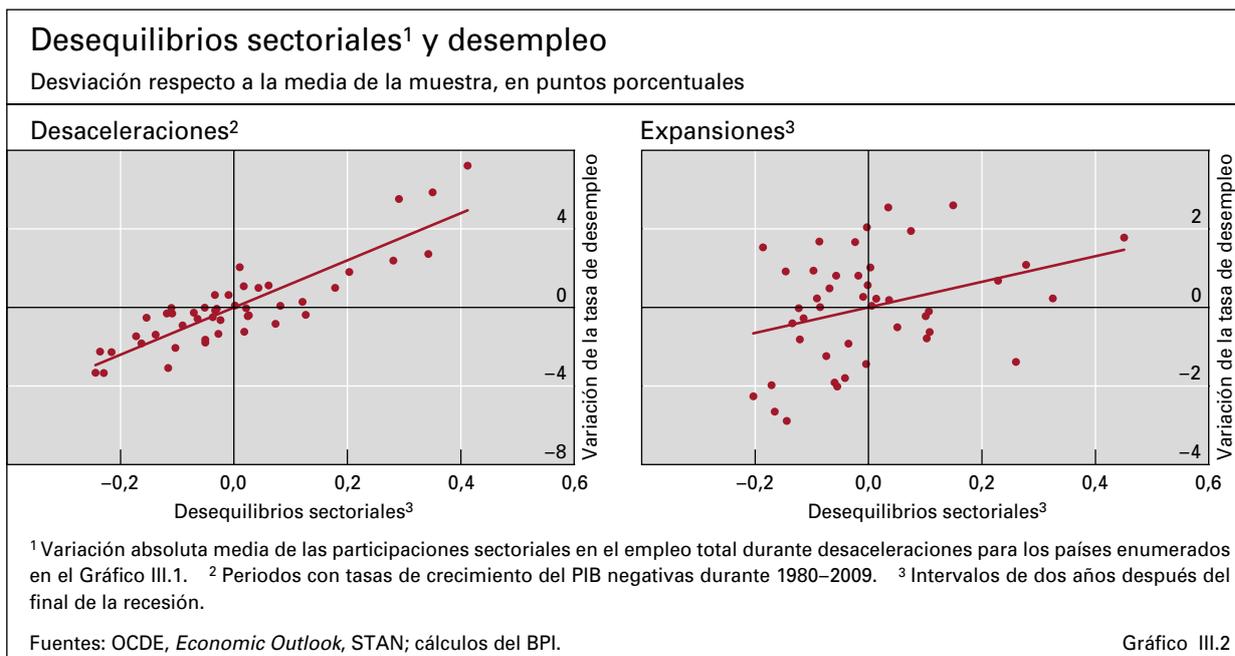
Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, STAN; cálculos del BPI.

Gráfico III.1

el Capítulo II). Un motivo de la persistencia del elevado nivel de desempleo son los desequilibrios sectoriales acumulados antes de la crisis, cuya verdadera magnitud sólo ahora se ha hecho patente¹. Durante el auge de la vivienda, el ritmo de crecimiento de los sectores constructor, inmobiliario y financiero fue muy superior al del resto de la economía. Por ejemplo en Irlanda, la participación de la construcción en el empleo total entre 1997 y 2007 se incrementó del 8,6% al 13%, y en España aumentó del 10% al 14%. En cambio en Estados Unidos dicha contribución permaneció prácticamente estable durante dicho período, avanzando del 4,5% al 5,2%. Pero los sobredimensionados sectores de la construcción en España e Irlanda se contrajeron con rapidez durante la Gran Recesión, cayendo su participación en el empleo por debajo de los niveles de 1997. Las elevadas tasas de desempleo en ambos países reflejan que los trabajadores despedidos no han encontrado por lo general otras fuentes de empleo, lo que demuestra que la reasignación de recursos entre sectores puede ser difícil, lo que a su vez puede frenar la recuperación.

Los desequilibrios suelen ponerse de manifiesto en los malos momentos. Por tanto, una buena medida de los desequilibrios sectoriales acumulados durante la fase de auge es la concentración de las pérdidas de empleo y producción en ciertos sectores durante la posterior desaceleración, ya que los sectores que han crecido por encima de un nivel sostenible suelen contraerse después en mayor medida. Por ejemplo, las pérdidas de empleo tras la crisis financiera se concentraron mucho más en sectores concretos en España e Irlanda que en Alemania o Japón (Gráfico III.1, panel izquierdo), países éstos que no experimentaron auges endógenos de la vivienda ni de la construcción,

¹ Véase BPI, *81º Informe Anual*, junio de 2011, Capítulo II.



sino que «importaron» la crisis a través de los canales comerciales y financieros. De hecho, las pérdidas de empleo registradas en España e Irlanda durante la Gran Recesión se concentraron mucho más en unos cuantos sectores en comparación con desaceleraciones anteriores (las líneas discontinuas del diagrama de barras indican los cuartiles muestrales). La experiencia de Estados Unidos se sitúa a caballo entre ambos grupos de países.

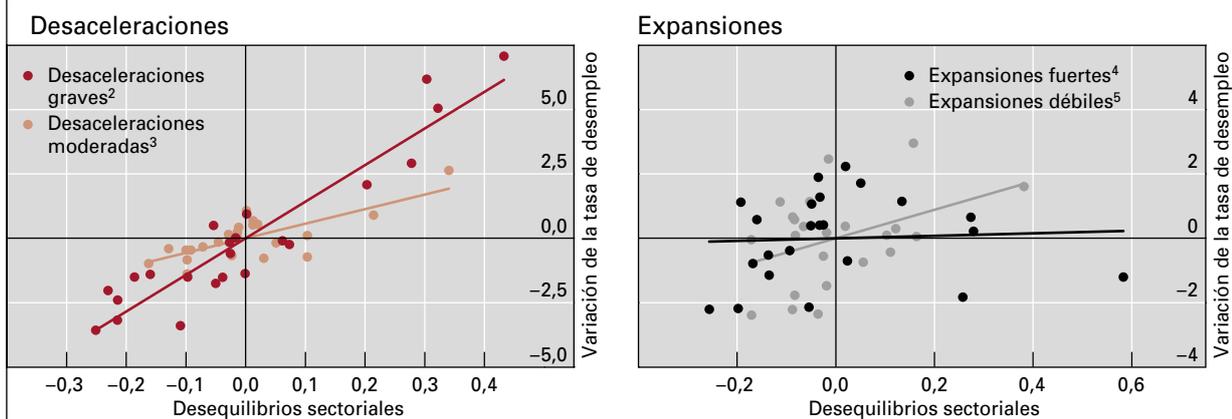
La concentración de las pérdidas en el producto (Gráfico III.1, panel derecho) es algo distinto al de las pérdidas de empleo. Algunos de los países que registraron pérdidas de empleo muy concentradas, como Irlanda, también sufrieron una caída muy concentrada de la producción, pero otros no. De hecho, la correlación entre los desequilibrios sectoriales calculados a partir del empleo y de la producción es bastante baja, con un valor inferior a 0,4. Por ejemplo, algunos países, como Alemania o Noruega, donde la caída del empleo no estuvo particularmente concentrada, sí experimentaron una desaceleración muy desequilibrada en términos de producción. En cambio, la caída de la producción en España se distribuyó mucho más uniformemente entre sectores que las pérdidas de empleo.

Los fuertes desequilibrios sectoriales con frecuencia conllevan un mayor aumento del desempleo durante la desaceleración (Gráfico III.2, panel izquierdo). De hecho, la concentración sectorial de las pérdidas de empleo explica el aumento del desempleo incluso mejor que la magnitud de la caída de la producción (ley de Okun)². Por ejemplo, entre 2007 y 2009, el desempleo

² Este resultado se obtiene estimando una regresión de corte transversal para países de la OCDE en la que la variación en la tasa de desempleo durante una desaceleración depende de la variación en el PIB durante ésta y de la concentración sectorial de las pérdidas de empleo durante la misma. Sugiere que el aumento del desempleo durante las desaceleraciones no depende tanto de la profundidad de éstas, cuanto de lo desequilibradas que sean.

Desequilibrios sectoriales¹ y desempleo, según la intensidad de la variación del PIB

Desviación respecto a la media muestral, en puntos porcentuales



¹Variación absoluta media de las participaciones sectoriales en el empleo total para los países enumerados en el Gráfico III.1, calculada para los periodos definidos como desaceleraciones. ² Desaceleraciones donde la variación del PIB es inferior a la mediana de los periodos de desaceleración. ³ Desaceleraciones donde la variación del PIB es superior a la mediana de los periodos de desaceleración. ⁴ Expansiones donde el crecimiento del PIB es superior a la mediana de los periodos de expansión. ⁵ Expansiones donde el crecimiento del PIB es inferior a la media de los periodos de expansión.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, STAN; cálculos del BPI.

Gráfico III.3

aumentó en España 8 puntos porcentuales más que en Japón. Según nuestras estimaciones, alrededor del 70% de esta diferencia, o 5,6 puntos porcentuales, se explica por el patrón más desequilibrado de la desaceleración en España. En promedio, las diferencias en los desequilibrios sectoriales entre países explican el 60% de las diferencias en las variaciones del desempleo entre países durante las recesiones, mientras que la caída del PIB explica menos del 20%.

Los fuertes desequilibrios sectoriales inducen no sólo mayores aumentos del desempleo durante las recesiones, sino también disminuciones más lentas de éste durante las recuperaciones posteriores (Gráfico III.2, panel derecho)³. De hecho, el desempleo sigue creciendo en países con fuertes desequilibrios aun cuando el PIB ya ha empezado a recuperarse, lo cual no es de sorprender, dadas las dificultades para reasignar recursos entre sectores. Cuando las pérdidas de empleo están muy concentradas durante una contracción económica, la reducción del desempleo en los dos primeros años de recuperación suele ser más lenta, incluso teniendo en cuenta el crecimiento del PIB. Por ejemplo, España, que junto con Irlanda experimentó las pérdidas de empleo más concentradas, también registró el mayor aumento del desempleo durante la recuperación posterior. Estas estimaciones también sugieren que, *ceteris paribus*, el desempleo en Estados Unidos habría disminuido 1,3 puntos porcentuales más en los dos años posteriores a la reciente contracción si su distribución sectorial de pérdidas de empleo hubiera sido similar a la de Alemania.

El impacto de los desequilibrios sectoriales en el desempleo es notable sobre todo en el caso de recesiones profundas y recuperaciones débiles (Gráfico III.3). Esto sugiere que el crecimiento del PIB solo explica

³ Definimos el periodo de expansión como los dos años posteriores al final de una desaceleración.

indirectamente el desempleo durante las recesiones, al elevar el coste de los desequilibrios sectoriales. En las expansiones, en cambio, el crecimiento del PIB es un factor explicativo del desempleo tanto directa como indirectamente. Un mayor crecimiento del PIB durante las expansiones conduce a caídas más intensas en el desempleo, incluso si los desequilibrios sectoriales son grandes. Los desequilibrios solo importan en las expansiones con bajo crecimiento, cuando frenan la reducción del desempleo.

Así pues, una intensa desaceleración acompañada de desequilibrios sectoriales sin precedentes representa la peor combinación posible para la evolución del mercado de trabajo en los años siguientes. Lamentablemente, es lo que afrontan en la actualidad España, Estados Unidos e Irlanda, que sufrieron una contracción desequilibrada seguida de una recuperación débil, lo que ayuda a explicar por qué se ha mantenido tan alto el desempleo. De cara al futuro, esta combinación de fuertes desequilibrios sectoriales y una tímida recuperación podría preparar el terreno para un prolongado periodo de alto desempleo.

Dependencia de la demanda externa

Las previsiones económicas anticipan un lento crecimiento en muchas economías durante algún tiempo. Dado que las exportaciones hacia esas economías no impulsarán el PIB con la misma fuerza que en el pasado, los países que han basado su crecimiento en las exportaciones tendrán que reorientar su modelo en cierta medida hacia la demanda interna. Por ejemplo, el panel izquierdo del Gráfico III.4 indica que, para una muestra de 28 economías emergentes y avanzadas representativas, tan solo en dos de ellas cabe esperar un crecimiento de sus socios comerciales en el periodo 2011–15 mayor que en 2003–07⁴. Si las previsiones de crecimiento se cumplen, el resto de economías experimentarán un deterioro (a veces notable) en el crecimiento de sus mercados de exportación. Países como Rusia y la India podrían sufrir importantes dificultades durante el periodo 2011–15 ante el crecimiento mucho más lento de algunos de sus socios comerciales (Ucrania y Turquía en el caso de Rusia y los mercados de Oriente Medio en el de la India). Los obstáculos también podrían ser considerables para la mayoría de los países europeos, que comercian intensamente entre sí y cuyas previsiones de crecimiento han sufrido una fuerte revisión a la baja.

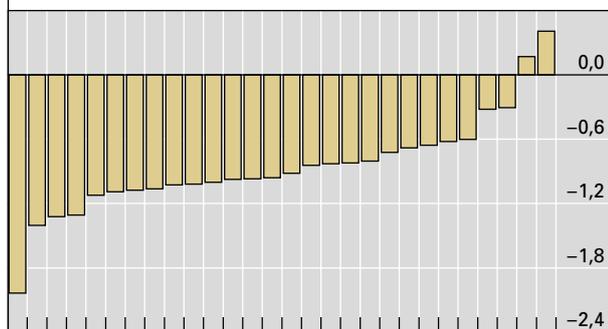
Cuanto más dependa una economía de las exportaciones, más le afectará el menor crecimiento de sus mercados de exportación. En este sentido, el panel derecho del Gráfico III.4 relaciona la caída esperada en el crecimiento de la demanda externa (ilustrada en el panel izquierdo) con la contribución media de las exportaciones al PIB en el periodo 2003–07. Por supuesto, el impacto sobre el crecimiento económico también dependerá del componente de importación que tengan las exportaciones, con respecto a lo cual solo se dispone de información limitada. El gráfico permite identificar dos grupos de países.

⁴ Estimamos la caída esperada del crecimiento de la producción comparando la tasa media de crecimiento del PIB de los 30 principales mercados de exportación en el periodo 2003–07 con las proyecciones para 2011–15.

Sensibilidad del crecimiento a las exportaciones netas

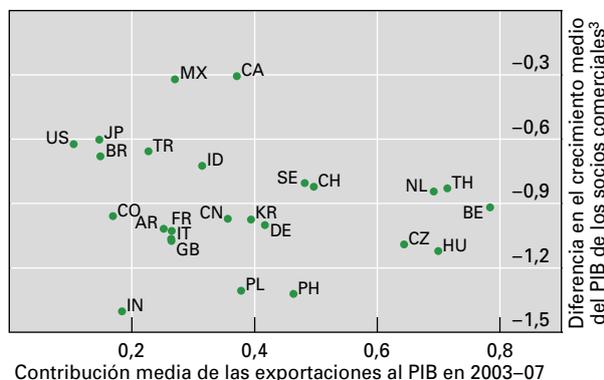
En puntos porcentuales

Variación esperada en el crecimiento medio del PIB de los socios comerciales¹



RU PH HU GB FR DE CN BE TH SE BR US MX CL
IN PL CZ IT AR KR CO NL CH ID TR JP CA ZA

Contribución de las exportaciones al PIB frente a la variación esperada en el crecimiento medio del PIB de los socios comerciales²



AR = Argentina; BE = Bélgica; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; DE = Alemania; FR = Francia; GB = Reino Unido; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; MX = México; NL = Países Bajos; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; SE = Suecia; TH = Tailandia; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

¹ Entre 2003–07 y 2011–15. Los socios comerciales son los 30 mayores destinos de exportación. El crecimiento del PIB corresponde al crecimiento medio del PIB de los distintos socios comerciales; ponderado por la contribución de las exportaciones. Para la muestra correspondiente al periodo 2011–15, las ponderaciones son la contribución de las exportaciones en 2009, debido a la disponibilidad de datos. ² Se excluyen Chile, Rusia y Sudáfrica. ³ Entre 2003–07 y 2011–15.

Fuentes: FMI, Direction of Trade Statistics y *Perspectivas de la Economía Mundial*; cálculos del BPI.

Gráfico III.4

Un primer grupo incluye pequeñas economías abiertas con una importante participación de las exportaciones en el PIB (superior al 60%) y que previsiblemente acusarán una fuerte caída en el crecimiento de sus socios comerciales. Es el caso de Bélgica, Hungría, los Países Bajos, la República Checa y Tailandia. Por ejemplo, alrededor de una quinta parte de las exportaciones tailandesas se dirigen hacia países cuyo crecimiento en 2011–15 podría disminuir al menos 2 puntos porcentuales respecto al periodo 2003–07.

Un segundo grupo incluye países que deberían ser relativamente inmunes a la evolución internacional, ya sea por tratarse de grandes economías cuyas exportaciones solo representan un pequeño porcentaje del PIB total, como Estados Unidos, Japón o Brasil, o bien porque se prevé un decrecimiento relativamente modesto de su demanda externa, como en los casos de Canadá, Indonesia, México y Turquía. En particular, Canadá, Estados Unidos y México podrían no verse afectados por los múltiples efectos adversos del débil crecimiento en el resto de regiones, ya que estas economías guardan estrechos vínculos comerciales entre sí y los analistas prevén que su crecimiento sea relativamente robusto.

China y los principales países de Europa Occidental (Alemania, Francia, Italia y el Reino Unido) se sitúan de algún modo entre ambos grupos. Si bien es probable que se enfrenten a una caída significativa (en torno a 1 punto porcentual) en el crecimiento de sus socios comerciales, sus exportaciones no representan más del 40% de su PIB, lo que limita las repercusiones derivadas del menor crecimiento de la demanda externa. De estos países, Alemania puede ser el más vulnerable.

Sostenibilidad de la deuda

Los niveles insostenibles de deuda fueron en última instancia el origen de la crisis financiera y no hay claros indicios de que la situación haya mejorado mucho desde entonces. Los parámetros que miden la sostenibilidad de la deuda no han mejorado significativamente en las economías más afectadas por la crisis financiera, mientras en muchas otras han empeorado.

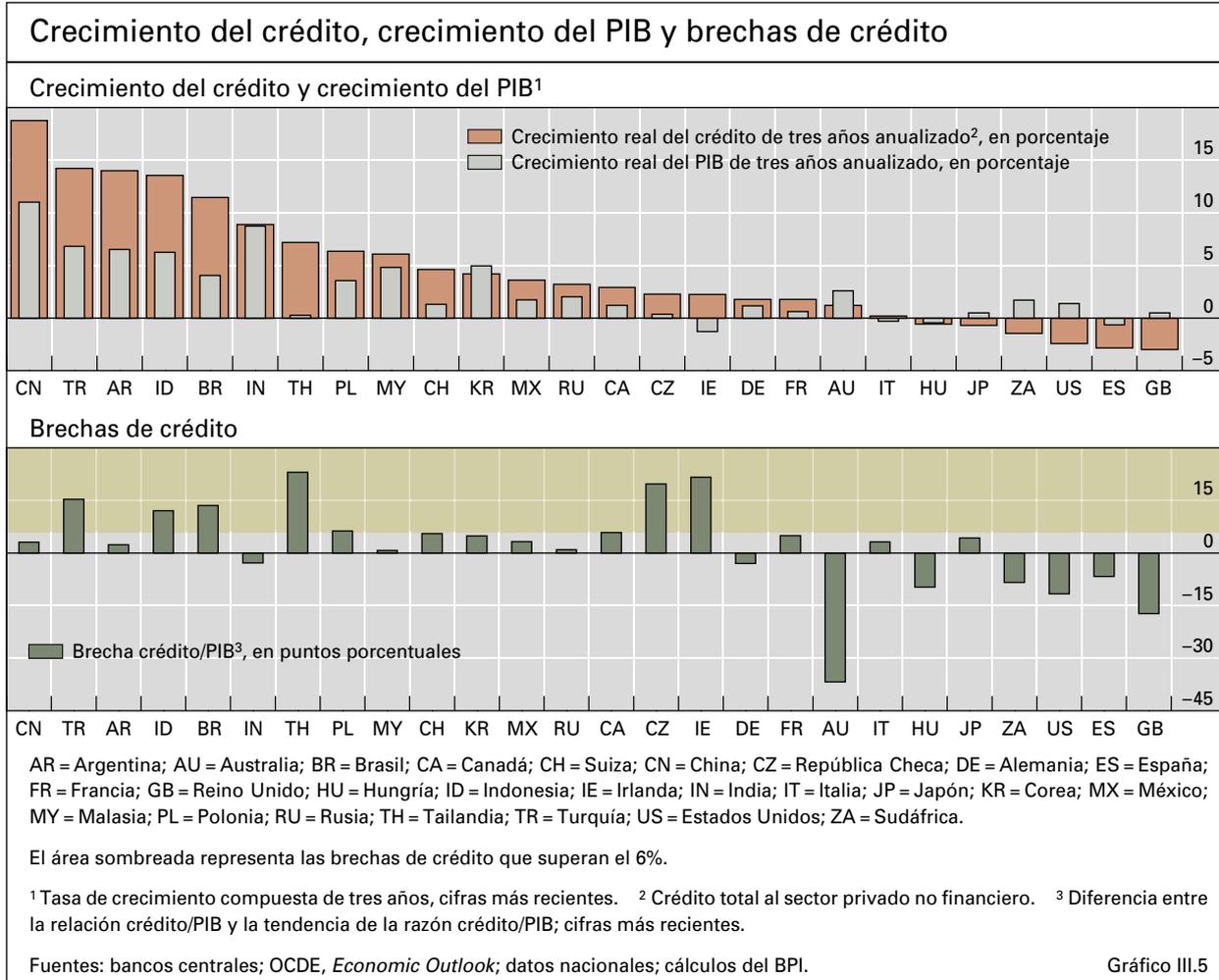
En España, Estados Unidos, Irlanda y el Reino Unido, países todos ellos que experimentaron un auge inmobiliario y su posterior desplome, los precios de la vivienda se sitúan en niveles muy inferiores a los niveles previos a la crisis y numerosos hogares y empresas tienen dificultades para afrontar la deuda contraída durante el auge⁵. Los datos agregados sugieren un cierto progreso en el desapalancamiento de los hogares británicos, españoles y estadounidenses. En Irlanda, los cocientes de deuda sobre ingresos han permanecido en niveles elevados, ya que las cuantiosas amortizaciones de deuda han ido acompañadas de una caída equivalente en la renta disponible. El sector empresarial no financiero de España, Irlanda y el Reino Unido no ha avanzado tanto en su desapalancamiento. En el caso de Estados Unidos, el endeudamiento financiero de este sector permaneció bastante estable durante el auge inmobiliario, por lo que no sería necesario un desapalancamiento generalizado tras el desplome de precios.

Dicho esto, los cocientes de deuda sobre ingresos agregados podrían dibujar un panorama demasiado benigno. En Estados Unidos, datos más detallados sugieren que el desapalancamiento agregado no se ha producido mediante el reconocimiento contable de pérdidas en deuda insostenible⁶, sino que se debió principalmente al descenso en el número de familias que aumentó su deuda hipotecaria (por ejemplo a través de la extracción de riqueza inmobiliaria mediante endeudamiento garantizado por el mayor valor neto de la vivienda) y a la acusada contracción de la concesión de nuevos préstamos hipotecarios. El escaso endeudamiento de quienes acceden por vez primera a vivienda en propiedad conlleva una menor actividad en el mercado residencial, que a su vez refleja el excesivo parque de viviendas sin vender. De hecho, el porcentaje de hogares que reconoce que probablemente o muy probablemente no podrá hacer frente a los pagos hipotecarios al año siguiente apenas ha caído, lo cual refleja que el proceso de desapalancamiento no ha avanzado mucho⁷. Aunque se carece de datos similares para España, Irlanda o el Reino Unido, la escasa compraventa de viviendas sugiere que el panorama no es muy diferente. Lo mismo se desprende del menor reconocimiento de pérdidas contables en la deuda a los hogares, que en estos países ha sido menor que en Estados Unidos.

⁵ Véase un análisis del desapalancamiento del sector no financiero privado en el *81º Informe Anual del BPI*, junio de 2011, pp. 29-31.

⁶ El reconocimiento de pérdidas contables fue considerable, pero no se tradujo en una reducción equiproporcional de la deuda porque las propiedades suelen rehipotecarse tras su transmisión. Por esta razón, los datos agregados no revelan la contribución de dicho factor a la variación del endeudamiento de los hogares.

⁷ Véase N. Bhutta, «Mortgage debt and household deleveraging: accounting for the decline in mortgage debt using consumer credit record data», Consejo de la Reserva Federal, *Finance and Economics Discussion Series*, 2012-14, y K. Dynan, «Is a household debt overhang holding back consumption?», Brookings Institution, 2012, mimeografiado.

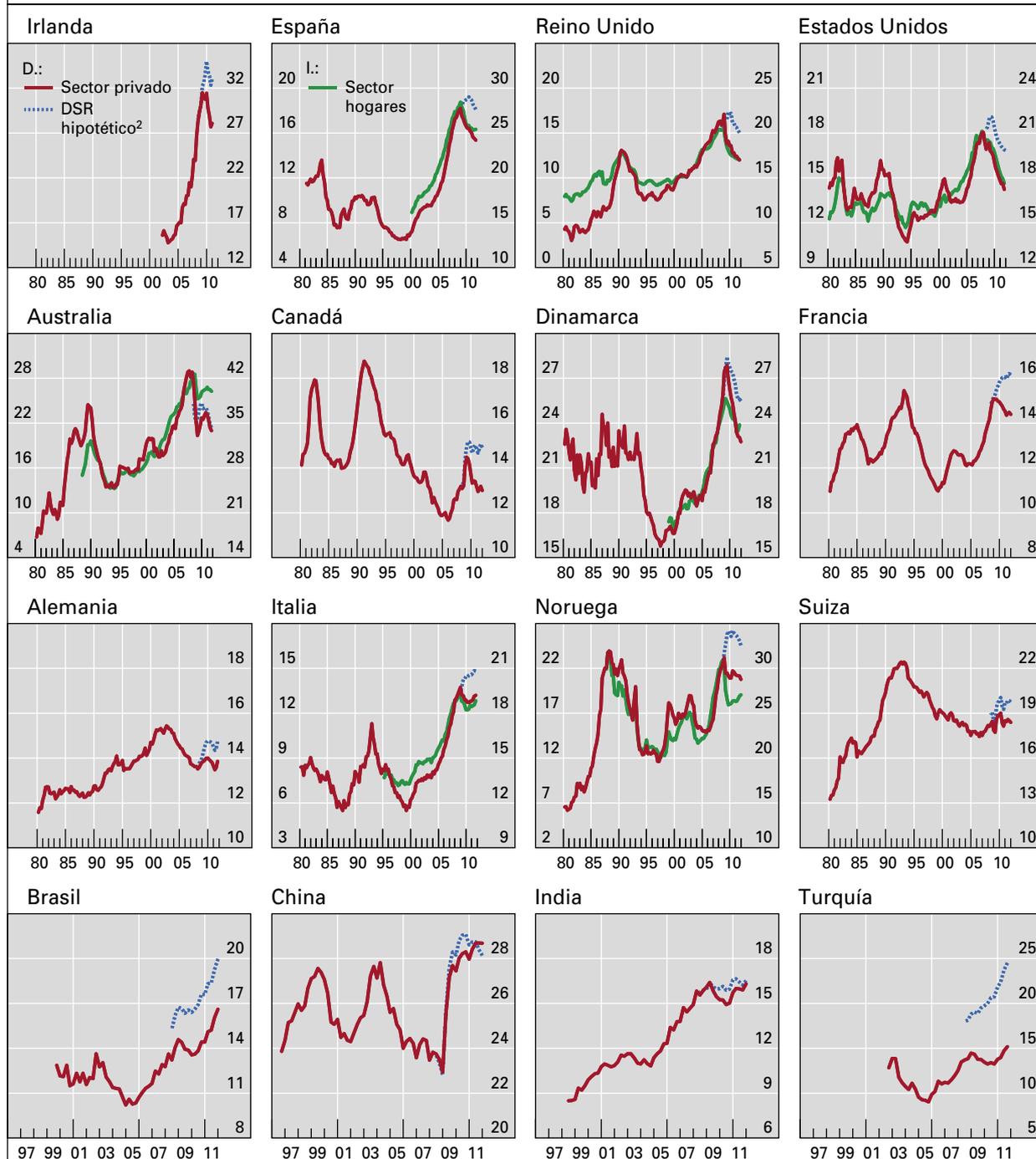


Mientras el volumen de deuda sobre PIB ha caído en los cuatro países que además de la crisis financiera sufrieron el desplome de su mercado de la vivienda, en muchas otras economías ha seguido aumentando (Gráfico III.5, panel superior). El crédito ha crecido con fuerza en varias de las principales economías de mercado emergentes en los últimos años. Por ejemplo, el crédito aumentó en China casi un 20% anual en términos reales durante los tres últimos años, aunque este ritmo se ha ralentizado recientemente. En Turquía, Argentina, Indonesia y Brasil, el volumen de crédito también ha crecido más que el PIB e incluso se ha acelerado en los últimos tres años. Sin embargo, el crédito no solo creció rápidamente en las economías de mercado emergentes. Los hogares de varios países avanzados que no habían experimentado un auge inmobiliario ni crediticio pero cuyos sistemas bancarios sufrieron graves tensiones (por ejemplo, Francia, Italia y Suiza) han contraído sustanciales volúmenes de deuda adicional, en gran parte para financiar activos inmobiliarios. Únicamente los hogares alemanes han continuado reduciendo sus niveles de deuda con respecto a sus ingresos.

Un rápido crecimiento del crédito no es necesariamente nocivo. Los sistemas financieros de numerosas economías emergentes aún están relativamente subdesarrollados y muchas familias y empresas tienen vedado

Coeficientes de servicio de la deuda del sector privado y de los hogares en algunas economías¹

En porcentaje



¹ El coeficiente de servicio de la deuda (DSR) es la suma de pagos de intereses y amortizaciones de deuda, dividida por ingresos. Un incremento en dicha relación indica menor capacidad de los deudores para soportar perturbaciones adversas en sus ingresos. ² Nivel efectivo de deuda y cuantil del 75% de la distribución de tasas de interés desde T1 2000.

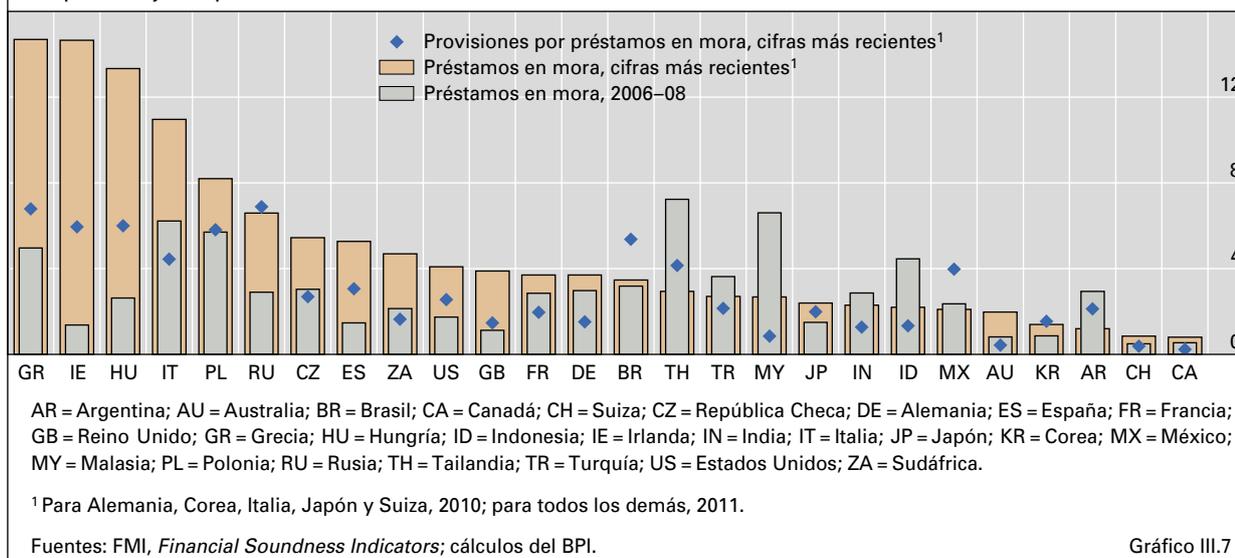
Fuentes: datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico III.6

el acceso a los mercados de crédito formales. Así pues, una rápida expansión crediticia podría reflejar tanto el desarrollo financiero como la existencia de excesos financieros. Incluso en economías avanzadas, el rápido crecimiento

Provisiones bancarias y préstamos en mora

En porcentaje del préstamo total



del crédito no tiene por qué presagiar de por sí la aparición de vulnerabilidades financieras.

Con todo, el proceso de desarrollo financiero lleva su tiempo: un crecimiento del crédito que supere la capacidad de las instituciones financieras de seleccionar y procesar operaciones de crédito puede dar lugar a decisiones erróneas en la concesión de préstamos y a tensiones financieras, incluso cuando el peso del crédito en el PIB sea reducido. Del mismo modo, el sobredimensionamiento del sector financiero también puede implicar que acapara demasiados recursos humanos, limitando con ello el desarrollo de otros sectores⁸.

Lamentablemente, no hay un procedimiento concluyente para diferenciar entre desequilibrios financieros y profundización financiera con crecimiento del crédito rápido pero sostenible. Con todo, cuando el crecimiento del crédito supera significativamente su tendencia de largo plazo y genera una brecha crediticia, suele presagiar una crisis financiera. Actualmente, algunos de los países que experimentan un rápido crecimiento del crédito (aunque no todos) presentan brechas crediticias superiores al 6%, niveles que en el pasado han presagiado serios problemas financieros (Gráfico III.5, panel inferior)⁹.

Los precios de los activos también parecen ser cada vez más excesivos en muchas economías emergentes. En algunos importantes mercados locales de Brasil, los precios inmobiliarios casi se han duplicado desde el inicio de la crisis *subprime*. La revalorización de activos inmobiliarios en China es aún

⁸ Véase S. Cecchetti y E. Kharroubi, «Reassessing the impact of finance on growth», enero de 2012, BPI, mimeografiado.

⁹ Calculamos las brechas de crédito como la diferencia entre el volumen de deuda pendiente sobre el PIB y su tendencia a largo plazo se calcula como un filtro de Hodrick-Prescott con un elevado parámetro de suavización. Para más información, véase C. Borio y M. Drehmann, «Evaluación del riesgo de crisis bancarias: una revisión», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009, pp. 29-46.

más pronunciada y los precios del suelo en Pekín y Shangai casi se han quintuplicado desde 2004. Otros mercados locales no se han mostrado tan pujantes, aunque los precios han crecido sustancialmente en muchos casos (véase el Capítulo II). En todos estos mercados emergentes, la acumulación de desequilibrios parece concentrarse fundamentalmente en ciertas regiones o segmentos del mercado (por ejemplo, en las viviendas de lujo en China). Aun así, esto no significa necesariamente que un eventual desplome vaya a ser menos lesivo para el sistema financiero siempre que las hipotecas también se concentren en estas zonas.

Las medidas del coste del servicio de la deuda también sugieren que los elevados niveles de deuda podrían ser un problema. La proporción del PIB que las familias y empresas de Brasil, China, la India y Turquía están destinando al servicio de su deuda supera o ronda sus cotas más altas desde finales de los años 90. Este indicador podría subir aún más si las tasas de interés subieran desde sus bajos niveles actuales (Gráfico III.6)¹⁰. La deuda tiende a acumularse en los balances del sector privado cuando las tasas de interés son bajas. Luego, cuando éstas suben, el aumento del coste del servicio de la deuda puede inducir un doloroso desapalancamiento. De nuevo, las economías de mercado emergentes no son las únicas que muestran elevados cocientes del servicio de la deuda. En los casos de Francia, Italia y Noruega, nuestras medidas se sitúan en los niveles más altos de los últimos 30 años, o próximas a ellos. Gran parte de la deuda de los países representados en el Gráfico III.6 presenta vencimientos relativamente cortos (salvo la deuda hipotecaria en Estados Unidos y, en menor medida, Alemania y Francia). Por tanto, el coste del servicio de la deuda podría aumentar sustancialmente si las tasas de interés recuperaran los niveles observados en los últimos ciclos, indicados por las líneas discontinuas del Gráfico III.6.

El rápido crecimiento del crédito en economías de mercado emergentes o avanzadas que están experimentando un auge crediticio no ha generado hasta ahora un aumento significativo de los préstamos problemáticos. La proporción de préstamos en mora sobre el total de préstamos concedidos en estos países permanece en general cercano o inferior a su promedio anterior a la crisis (Gráfico III.7). Obviamente, esto no ocurre en países cuya deuda soberana muestra unos elevados diferenciales, como España, Grecia, Irlanda e Italia, ni tampoco en algunos países europeos emergentes como Hungría, Polonia, la República Checa y Rusia. Con todo, la experiencia demuestra que los préstamos en mora son, en el mejor de los casos, señales simultáneas de problemas financieros, pero no actúan como indicadores adelantados¹¹.

¹⁰ Nuestras medidas del coeficiente de servicio de la deuda son estimaciones que utilizan información relativamente imprecisa sobre los plazos de vencimiento de los préstamos y sus tasas de interés medias. Para los países que no publican estos datos, multiplicamos el coeficiente de endeudamiento actual por la media ponderada de las tasas de interés a corto plazo. Esta solución ha demostrado ser bastante eficaz al contrastarla con los resultados obtenidos para países para los que se dispone de mejores datos sobre el coste del servicio de la deuda.

¹¹ 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.

Reducir el endeudamiento de los hogares a niveles sostenibles

En el texto principal argumentamos que la recuperación no puede ser autosostenible a menos que la deuda de los hogares se reduzca hasta un nivel que haga factible su devolución. Limitarse a esperar a que el problema se resuelva por sí solo a medida que la economía se recupere conllevaría un coste demasiado elevado. En este recuadro, indicamos brevemente una serie de medidas a través de las cuales las autoridades podrían fomentar la reestructuración de los préstamos hipotecarios, que suponen la mayor parte de dicho endeudamiento insostenible.

La primera medida que las autoridades pueden adoptar consiste en inducir a las entidades prestamistas a reconocer pérdidas y actualizar el valor de los préstamos a precios de mercado. De este modo, se desalentaría la renovación automática de préstamos para que el deudor pueda seguir afrontando el servicio de la deuda («*evergreening*») y se reduciría también el coste adicional para las entidades prestamistas ante el alivio de la deuda o la ejecución de garantías.

La segunda medida consistiría en crear incentivos para que las entidades prestamistas reestructuren los préstamos de manera que los prestatarios tengan posibilidades reales de devolver sus deudas. La experiencia indica que las entidades prestamistas suelen mostrarse reticentes a la hora de reestructurar préstamos aun cuando hayan dotado provisiones que cubran todos o la mayor parte de los costes asociados a su cancelación contable. En su lugar, a menudo prefieren esperar hasta que se ven obligadas a ejecutar la correspondiente garantía ante la morosidad del prestatario. A principios de 2012, un total de 1,9 millones de hogares en Estados Unidos estaban siendo objeto de un proceso de ejecución hipotecaria, lo cual sitúa esta tasa tan solo ligeramente por debajo de los máximos alcanzados a finales de 2009 cuando se registraron más de 2 millones de ejecuciones hipotecarias. Puede que las ejecuciones hipotecarias sean una alternativa óptima desde el punto de vista de la entidad prestamista, pero sus costes sociales son considerables. Las propiedades que son objeto de este proceso suelen alcanzar unos precios de venta notablemente inferiores a los de las ventas voluntarias, debido en parte a los actos vandálicos y otro tipo de acciones degradantes de las que son objeto hasta que se completa el proceso⁹. Asimismo, las ejecuciones a gran escala también pueden motivar la caída del precio de la vivienda en la zona afectada, incidiendo negativamente en la viabilidad de otros préstamos que, en condiciones normales, no se habrían visto afectados.

Existen diversas razones por las que las entidades prestamistas se muestran reticentes a reestructurar sus préstamos y ofrecer alternativas que supongan el alivio de la deuda. En primer lugar, algunos préstamos pueden llegar a recuperarse aun después de haber incurrido en niveles graves de morosidad y, al reestructurar un préstamo, se elimina esta posibilidad. Esta cuestión puede desincentivar enormemente la reestructuración de los préstamos en aquellos sistemas jurídicos en los que la entidad prestamista puede tomar posesión de los futuros ingresos del prestatario así como del inmueble hipotecado. En segundo lugar, no es fácil determinar qué nivel de endeudamiento es realmente sostenible, en especial cuando existe incertidumbre sobre la tendencia de los precios de los inmuebles y de los ingresos de los hogares. Como resultado, muchos préstamos reestructurados terminan siendo objeto de incumplimiento¹⁰. En tercer lugar, el alivio de la deuda puede propiciar nuevos casos de morosidad en la cartera de préstamos de una entidad si esto se interpreta como un gesto de indulgencia con los prestatarios problemáticos. En cuarto lugar, los directivos de la entidad prestamista están obligados a proteger el valor de la base de activos de la entidad y el incumplimiento de sus obligaciones fiduciarias les podría exponer a potenciales litigios.

Las autoridades pueden modificar los incentivos de las entidades prestamistas con respecto a la reestructuración de préstamos de diversas maneras. Una opción que se utiliza con frecuencia consiste en crear una sociedad gestora de activos¹¹ que adquiera los préstamos a precios atractivos, esto es ligeramente superior a su valor de mercado actual. Otra alternativa es que las autoridades pueden proporcionar ayudas económicas a las entidades prestamistas o garantizar la deuda reestructurada si las entidades optan por renegociar los préstamos. En algunos casos, puede que sea necesario realizar cambios en el marco jurídico para eliminar obstáculos técnicos que dificulten la reestructuración de este tipo de deudas¹².

Inducir a las entidades prestamistas a reconocer pérdidas e reestructurar los préstamos conllevará costes fiscales (al menos a corto plazo) y podría generar riesgo moral. Por ejemplo, si se ofrece a los hogares más endeudados mejores condiciones que las ofrecidas a los hogares que fueron más conservadores, se podría estar incentivando un endeudamiento más imprudente en el futuro. Este problema se puede atajar con una regulación más estricta de las prácticas de concesión de préstamos

hipotecarios. Los costes fiscales de ayudar a los hogares a reducir la carga de su deuda pueden ser significativos, pero también pueden constituir un uso productivo de los fondos públicos y podrían ayudar a generar un crecimiento autosostenible en el futuro. La reestructuración de los préstamos y la puesta en práctica de alternativas para el alivio de la deuda que limiten al máximo las ejecuciones hipotecarias también refuerzan el sistema bancario, contribuyendo así a romper el vínculo entre los bancos más debilitados y la solvencia de la deuda soberana (véase Capítulo V). A largo plazo, la creación de una sociedad gestora de activos podría beneficiar incluso al erario público directamente, tal y como ha sucedido en muchos episodios anteriores.

[®] Véase J. Campbell, S. Giglio y P. Pathak, «Forced sales and house prices», *American Economic Review*, n° 101(5), 2011, pp 2108–31. [®] Véase M. Adelino, K. Gerardi y P. Willen, «Why don't lenders renegotiate more home mortgages? Redefaults, self-cures and securitization», *NBER Working Papers*, n° 15159, julio de 2009. Por el contrario, la condición de préstamos titulizados de muchos préstamos estadounidenses no parece ser un obstáculo importante de cara a su renegociación. [®] Véase L. Laeven y F. Valencia, «Systemic banking crises: a new database», *IMF Working Papers*, n° WP/08/224, 2008, donde hay ejemplos de sociedades gestoras de activos. [®] Véase FMI, *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril de 2012, Capítulo 3: «Dealing with household debt», donde se analiza una serie de programas de reestructuración de préstamos.

Retos de política

Este capítulo ha analizado tres cuestiones estructurales que parecen estar impidiendo que la economía mundial se interne en una senda de crecimiento sostenible. La primera es el legado de desequilibrios sectoriales acumulados durante los auges inmobiliario y crediticio que precedieron a la crisis. La segunda es la excesiva dependencia de las exportaciones dirigidas hacia algunos países cuyo crecimiento probablemente se ralentice en los próximos años. Y la tercera son unos niveles insostenibles de deuda, sea en forma de sobreendeudamiento en países que experimentaron auges y desplomes inmobiliarios, o en forma de expansiones crediticias e inmobiliarias en economías que no se vieron afectadas por la crisis anterior. En esta sección se examinarán los retos que plantean estos tres factores.

Para empezar, los auges inmobiliario y crediticio indujeron una incorrecta asignación de recursos que puede tardarse mucho en subsanar. El sobredimensionado sector de la construcción y otros sectores relacionados con la actividad inmobiliaria deben contraerse, lo que tenderá a elevar el desempleo. El apoyo a sectores en contracción puede ofrecer alivio a corto plazo, pero también socavar el crecimiento a largo plazo al obstaculizar la reasignación eficiente de recursos o aumentar la deuda pública. Identificar qué sectores serán los catalizadores del futuro crecimiento resulta complicado, cuando no imposible, aunque los abultados déficits por cuenta corriente anteriores a la crisis¹² sugieren que, en algunos países, es deseable que el reequilibrio se oriente hacia sectores productores de bienes o servicios comerciales. La supresión de restricciones en los mercados de bienes y servicios debería contribuir a promover este reequilibrio¹³. Las redes de seguridad social son importantes para facilitar la transición, pero en muchos países están sufriendo graves tensiones debido a la precariedad de las finanzas públicas (véase el Capítulo V).

¹² Véase el Capítulo III del 81° Informe Anual del BPI, junio de 2011.

¹³ Puede consultarse un listado de obstáculos a la reasignación sectorial de recursos en la publicación *Economic Policy Reforms 2012: Going for growth* de la OCDE.

En segundo lugar, sustituir el crecimiento impulsado por las exportaciones por un modelo más equilibrado exige importantes ajustes estructurales que no pueden ser implementados de la noche a la mañana. El primer paso más prometedor es eliminar cualquier incentivo distorsionado en la economía que favorezca las exportaciones frente a la producción para el mercado interno. Las distorsiones más obvias son la infravaloración artificial de la moneda nacional y las subvenciones (directas o indirectas) a la exportación¹⁴. Otras distorsiones menos obvias, pero no por ello menos importantes, son las reglamentaciones excesivas (o simplemente ineficientes) que coartan la actividad interna. No obstante, alentar el crédito y los precios de los activos es el camino equivocado para estimular la absorción interna de la producción, por crear distorsiones distintas pero igualmente nocivas.

El último reto es afrontar niveles de deuda insostenibles. Las altas tasas de morosidad crediticia en los países situados en el epicentro de la crisis indican de forma inequívoca que gran parte de la carga de la deuda es insostenible, y dificulta el crecimiento al menos a través de dos mecanismos. Primero, los hogares de los países que sufrieron un desplome inmobiliario han elevado sus tasas de ahorro, lo que frenará el crecimiento hasta que se alcance un nuevo equilibrio. Segundo, los balances deteriorados de las instituciones financieras limitan su capacidad para conceder nuevo crédito a proyectos que son rentables (véase el Capítulo IV). El reto consiste en incentivar a bancos y otros proveedores de crédito para que reconozcan plenamente las pérdidas y den de baja contablemente deudas incobrables (véase el recuadro). El saneamiento de los balances bancarios también es importante para garantizar un flujo de crédito fluido hacia la economía, especialmente cuando se impone una considerable reasignación de recursos entre sectores¹⁵. Para alentar este proceso podría ser necesario utilizar los balances del sector público.

La deuda insostenible también podría convertirse en un problema en países que vienen experimentando un rápido crecimiento del crédito en términos históricos. Para evitarlo, se precisan dos condiciones. Primera, la tasa de crecimiento del crédito debe mantenerse a un nivel que no sobrecargue la capacidad del sistema bancario para realizar una correcta evaluación de la solvencia. Segunda, dotar de bases suficientemente sólidas a bancos y otras instituciones financieras para que puedan soportar alzas transitorias de activos problemáticos. En un momento en el que las tasas de interés son bajas en las principales economías avanzadas y los mercados emergentes experimentan fuertes entradas de capital, la política monetaria se encuentra ante un dilema. Es evidente que unas bajas tasas de interés no frenarán el auge del crédito, pero unas tasas de interés elevadas pueden atraer incluso más capital,

¹⁴ Sin duda, las medidas administrativas no son el único modo de distorsionar los tipos de cambio. Una política monetaria anticíclica bien intencionada puede generar unos tipos de cambio igualmente artificiales.

¹⁵ Véanse T. Hoshi y A. Kashyap. «Will the US bank recapitalization succeed? Eight lessons from Japan», *Journal of Financial Economics*, n° 97, 2010, pp. 398–417, y C. Borio, B. Vale y G. von Peter, «Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?», *BIS Working Papers*, n° 311, junio de 2010.

alentando así el auge crediticio interno. Una posible solución consiste en acompañar el aumento de las tasas con medidas macroprudenciales como puedan ser unos mayores coeficientes de capital o menores relaciones préstamo-valor. Incluso si estos instrumentos fueran incapaces de limitar significativamente el crecimiento del crédito, cuando menos reforzarían el sistema financiero frente a las consecuencias de una contracción crediticia.

En este capítulo se han analizado una serie de problemas estructurales y sus correspondientes soluciones estructurales. Sin embargo, no hemos abordado la crisis de confianza que afecta a muchas economías, especialmente en la zona del euro. La resolución de los problemas estructurales durante una crisis de confianza no solo es más difícil, sino que también reviste mayor importancia aún que en periodos de bonanza. El aumento de la dificultad se debe a que el desempleo se sitúa ya en niveles elevados y escasea la financiación pública que pudiera mitigar los costes de los ajustes necesarios a corto plazo. Por su parte, su mayor importancia radica en que no es probable una recuperación de la confianza hasta que las autoridades se enfrenten decididamente a las deficiencias estructurales.

IV. Los límites de la política monetaria

En las principales economías avanzadas, las tasas de interés oficiales se mantienen muy bajas y los bancos centrales siguen expandiendo sus balances tras aplicar sucesivamente medidas de política monetaria no convencionales. Estas condiciones monetarias excepcionalmente acomodaticias se están transmitiendo a las economías de mercado emergentes en forma de volatilidad indeseada de los tipos de cambio y de los flujos de capital. Como resultado, el tono de la política monetaria es acomodaticio en todo el mundo.

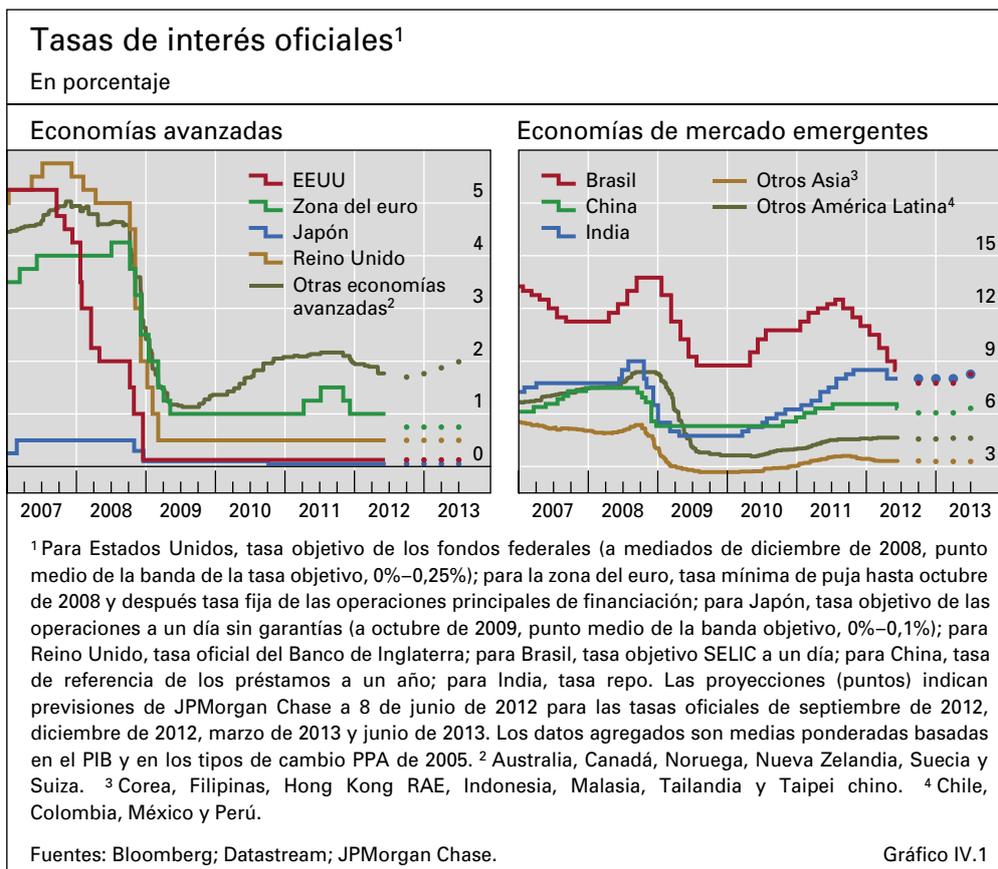
Las enérgicas medidas de los bancos centrales orientadas a frenar la crisis han sido cruciales para evitar un colapso financiero y apuntalar las economías en apuros. Sin embargo, existen límites a lo que la política monetaria puede solucionar: podrá inyectar liquidez, pero no resolver los problemas de solvencia subyacentes. No reconocer los límites de la política monetaria puede llegar a sobrecargar a los bancos centrales, con la posibilidad de graves consecuencias adversas. Una acomodación monetaria prolongada e intensa comporta efectos secundarios que podrían retrasar el retorno a una recuperación autosostenible y generar riesgos para la estabilidad financiera y de precios en todo el mundo. La creciente brecha entre lo que se espera de los bancos centrales y lo que realmente pueden ofrecer podría socavar a largo plazo su credibilidad y autonomía operativa.

Este capítulo examina primero las principales medidas de política monetaria adoptadas en el curso del pasado ejercicio por los bancos centrales de economías avanzadas y de mercado emergentes y evalúa la orientación de la política monetaria mundial. Seguidamente, explora el alcance y las limitaciones de una prolongada acomodación monetaria, sus implicaciones para una corrección eficaz de los balances en las economías avanzadas, las consecuencias de los efectos de propagación de la política monetaria a escala mundial sobre las economías de mercado emergentes, y los riesgos que todo ello entraña a largo plazo para los bancos centrales.

La política monetaria en las economías avanzadas y de mercado emergentes

Medidas de política monetaria adoptadas el pasado ejercicio

Entre junio de 2011 y comienzos de junio de 2012, los bancos centrales detuvieron o revirtieron el endurecimiento de las tasas de interés oficiales que se había producido en numerosas economías avanzadas y de mercado emergentes en el primer semestre de 2011 (Gráfico IV.1). Esto sucedió en un contexto de debilitamiento económico y menores presiones inflacionistas. El Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa principal de financiación al 1%, permitiendo que la tasa a un día de la zona del euro cayera hasta un nivel próximo al de la tasa de su facilidad de depósito, que redujo al 0,25%. En



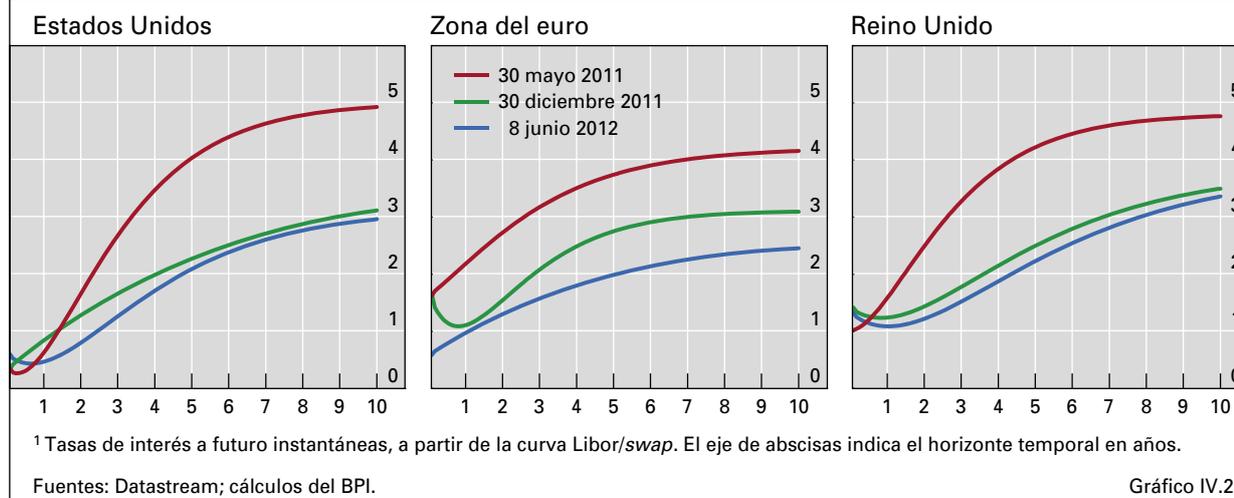
el resto de las principales economías avanzadas, las tasas oficiales permanecieron en su límite inferior efectivo. En las economías de mercado emergentes, el Banco Central de Brasil las recortó 400 puntos básicos desde agosto del año pasado, el Banco de la Reserva de la India redujo en abril de 2012 sus tasas oficiales en 50 puntos básicos y el Banco de la República Popular de China rebajó su tasa de referencia de los préstamos a un año en 25 puntos básicos a comienzos de junio. Los bancos centrales de algunas economías de mercado emergentes, en concreto los de China y la India, también decidieron reducir los coeficientes de reservas obligatorias.

A comienzos de junio de 2012, los mercados esperaban nuevos recortes de tasas oficiales en la zona del euro, China y Brasil, mientras que para Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y la India no preveían cambios en el transcurso de 2012 (véanse los puntos del Gráfico IV.1). Las curvas de tasas de interés a plazo indicaban que los mercados descontaban para los dos próximos años tasas oficiales bajas en las principales economías avanzadas (Gráfico IV.2), expectativas que reflejaban al menos en parte la orientación futura señalada por los bancos centrales. En su comunicado de abril de 2012, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) anunció que, atendiendo a las perspectivas económicas, la tasa de los fondos federales previsiblemente se mantendría en niveles excepcionalmente bajos al menos hasta finales de 2014.

En el periodo analizado, los bancos centrales de las principales economías avanzadas acometieron nuevas medidas de política a través de sus balances.

Curvas a plazo¹

En porcentaje



La Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón ampliaron sus programas vigentes de compras de activos o lanzaron nuevos programas a gran escala encaminados a reducir las tasas de interés a largo plazo y las primas de riesgo financiero en general, con el fin de relajar aún más las condiciones monetarias. En septiembre de 2011, la Reserva Federal lanzó el Programa de Ampliación de Vencimientos (MEP), con arreglo al cual el producto de vender 400 000 millones de valores del Tesoro a corto plazo para finales de junio de 2012 se utiliza para comprar valores del Tesoro a largo plazo. El Banco de Inglaterra y el Banco de Japón incrementaron en ese periodo sus programas de compras de activos en 125 000 millones de libras esterlinas y 30 billones de yenes, respectivamente.

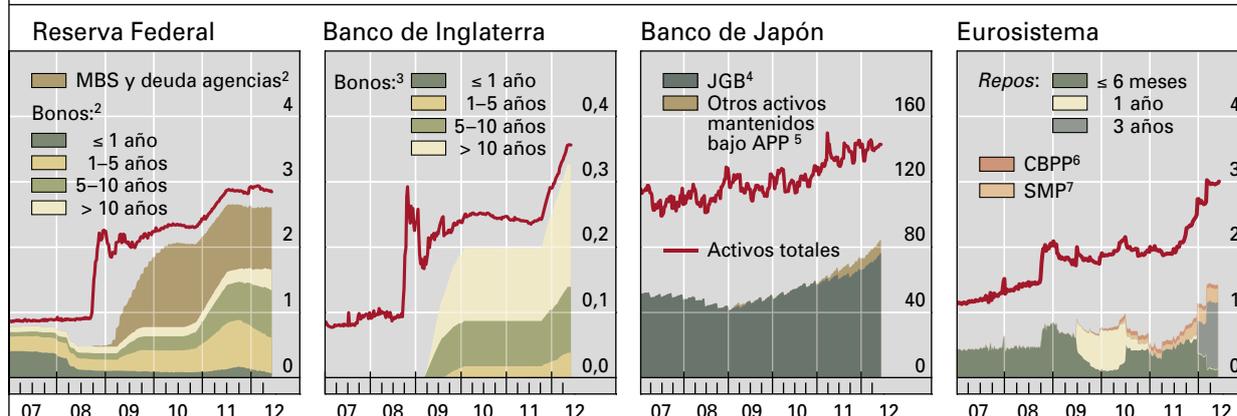
Las compras masivas de activos emprendidas por estos tres bancos centrales desde finales de 2008 elevaron considerablemente sus posiciones directas en valores a largo plazo, en particular en deuda pública (Gráfico IV.3, tres primeros paneles). Esto permitió reducir las tasas de interés a largo plazo hasta niveles muy bajos (Gráfico IV.4, panel izquierdo)¹.

Las medidas de política de balance adoptadas por el BCE en el periodo examinado buscaban corregir las distorsiones en el mecanismo de transmisión monetaria de la zona del euro a raíz del deterioro de las condiciones de financiación de gobiernos y bancos. Tras registrarse una rápida escalada de los rendimientos de la deuda de algunos soberanos de la zona del euro (Gráfico IV.4, panel derecho), el BCE reactivó las compras de deuda pública en el marco del Programa para los Mercados de Valores (SMP) en agosto de 2011. Con el fin de paliar el rápido deterioro de las condiciones de financiación

¹ Véanse un resumen y nuevas evidencias del efecto de los programas de compras de bonos por los bancos centrales sobre los rendimientos de la deuda pública a largo plazo, en J. Meaning y F. Zhu, «El impacto de los recientes programas de compra de activos por los bancos centrales», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2011, y J. Meaning y F. Zhu, «Impacto de los programas de compra de activos de la Reserva Federal: un nuevo Twist?», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2012. Este último estudio concluye que las compras de bonos por la Reserva Federal podrían haber reducido el rendimiento del bono del Tesoro estadounidense a 10 años en más de 150 puntos básicos a finales de 2011.

Tamaño y composición de los balances de los bancos centrales¹

En billones de unidades de las respectivas monedas



¹ Para el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal, desglose por vencimiento residual; para el Eurosistema, desglose de operaciones *repo* en circulación en base al vencimiento original. ² Valor facial; MBS = Títulos respaldados por hipotecas. ³ Tenencias de la Facilidad para la Compra de Activos (APF); ingresos. ⁴ Bonos del gobierno japonés. ⁵ Pagares de empresa, bonos de empresa, fondos cotizados en bolsa (ETF), títulos cotizados de inversión en el mercado inmobiliario (REIT) y Letras del Tesoro (al descuento), mantenidos en virtud del Programa de Compra de Activos (APP). ⁶ Bonos cubiertos mantenidos en virtud del *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP) 1 y CBPP 2. ⁷ Valores mantenidos en virtud del *Securities Markets Programme* (SMP).

Fuentes: Datastream; datos nacionales.

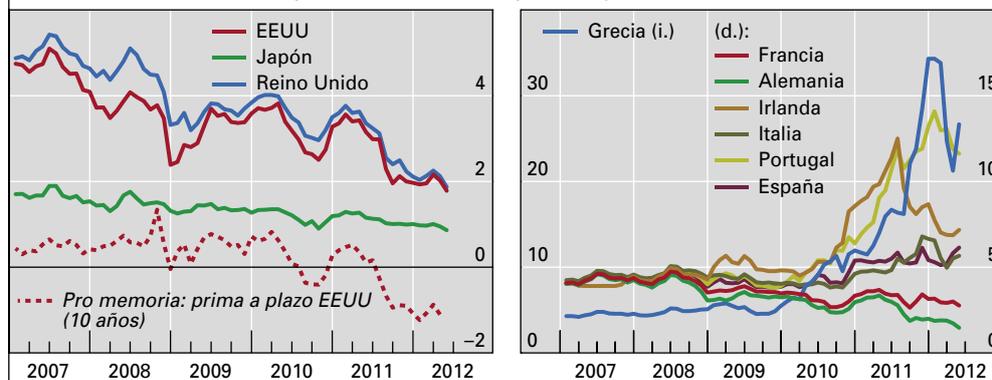
Gráfico IV.3

bancaria en los mercados de la zona del euro, el BCE realizó dos operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML), una en diciembre de 2011 y otra en febrero de 2012, con vencimiento a tres años y adjudicación plena. Al mismo tiempo, amplió la gama de activos de garantía aceptados en las operaciones de financiación y redujo a la mitad el coeficiente de reservas obligatorias. Todas estas medidas relajaron las presiones sobre la financiación de bancos y emisores soberanos; aunque solo temporalmente, pues a partir de marzo de 2012 las tensiones en el seno de la zona del euro volvieron a recrudecerse (véase el Capítulo II).

Como consecuencia de estas medidas, el tamaño y el vencimiento de los activos en el balance del Eurosistema se han incrementado considerablemente (Gráfico IV.3, último panel). A finales de mayo de 2012, las posiciones directas

Tasas de interés a largo plazo

Rendimiento de la deuda pública a 10 años, en porcentaje



Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico IV.4

Variación anual de las reservas de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	A tipo de cambio actual						<i>Pro memoria: en circulación (diciembre 2011)</i>
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Mundo	933	1 449	639	829	1 099	935	10 204
Países industriales	91	99	61	83	194	269	2 037
Estados Unidos	3	5	4	1	2	-0	52
Zona del euro	17	19	-1	-8	13	1	208
Japón	46	73	55	-7	39	185	1 221
Suiza	2	7	0	47	126	54	271
Asia	396	695	410	715	651	424	5 112
China	247	462	418	453	448	334	3 181
Corea	28	23	-61	65	22	11	298
Filipinas	4	10	3	4	16	12	66
Hong Kong RAE	9	19	30	73	13	17	285
India	39	96	-20	12	9	-5	263
Indonesia	8	14	-5	11	29	14	104
Malasia	12	19	-10	2	9	27	129
Singapur	20	27	11	12	38	12	235
Tailandia	15	20	23	25	32	-0	165
Taipei chino	13	4	21	56	34	4	386
América Latina ¹	54	127	42	25	81	97	642
Argentina	8	14	0	-1	4	-7	40
Brasil	32	94	13	39	49	63	343
Chile	3	-3	6	1	2	14	40
México	2	11	8	0	21	23	137
Venezuela	5	-5	9	-15	-8	-3	6
ECO ²	26	42	6	13	14	3	260
Oriente Medio ³	96	108	150	-29	50	84	661
Rusia	120	171	-56	-5	27	8	441
<i>Pro memoria: Exportadores netos de petróleo⁴</i>	<i>286</i>	<i>331</i>	<i>144</i>	<i>-62</i>	<i>107</i>	<i>135</i>	<i>1 556</i>

¹ Países enumerados más Colombia y Perú. ² Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumania. ³ Arabia Saudita, Kuwait, Libia y Qatar. ⁴ Argelia, Angola, Kazajstán, México, Nigeria, Noruega, Oriente Medio, Rusia y Venezuela.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales.

Cuadro IV.1

en valores adquiridos en el marco del SMP ascendían a 212 000 millones de euros, mientras que aquellas en bonos garantizados adquiridos en el marco de los correspondientes programas rondaban los 69 000 millones de euros. La financiación total adjudicada en las dos OFPML a tres años, de casi 1 billón de euros, indujo un aumento neto del balance del Eurosistema en unos 500 000 millones de euros, al reducirse simultáneamente la escala de otras operaciones de refinanciación a más corto plazo.

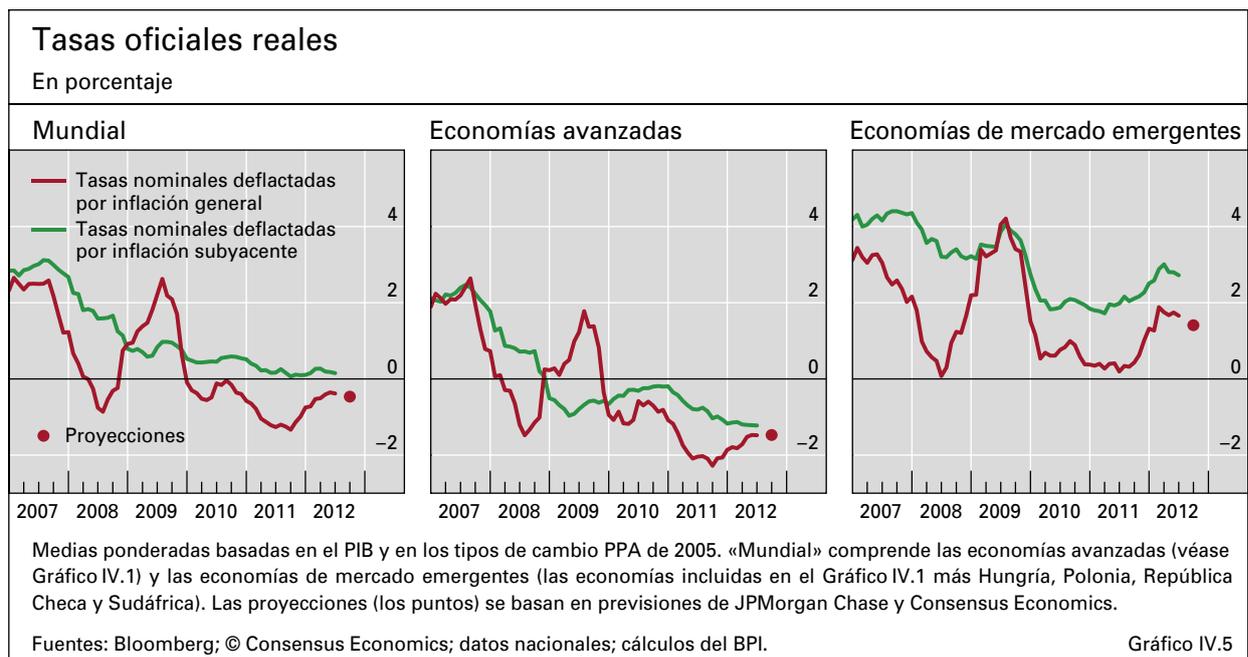
Las autoridades japonesas y el Banco Nacional de Suiza (SNB) intervinieron en los mercados de divisas ante la acusada apreciación de sus monedas por efecto de los flujos de capital hacia activos refugio. Las reservas de divisas de Japón aumentaron en 185 000 millones de dólares en 2011,

hasta alcanzar un volumen total de 1,22 billones de dólares (Cuadro IV.1). El SNB optó por fijar un tipo de cambio mínimo de 1,20 francos suizos por euro en septiembre del pasado año. Aunque el incremento de las reservas de divisas en Suiza en 2011 fue inferior a la del año anterior (Cuadro IV.1), el incremento mensual en mayo de 2012 fue superior al 25% al acentuarse las presiones sobre el tipo de cambio mínimo fijado entre el franco suizo y el euro.

En las economías de mercado emergentes, especialmente las asiáticas, las autoridades desaceleraron la acumulación de reservas de divisas en 2011 (Cuadro IV.1). Esto reflejó, en parte, menores presiones apreciatorias sobre sus monedas en el segundo semestre del año, a medida que la creciente aversión al riesgo en todo el mundo provocaba salidas de capital en inversiones de cartera (véase el Gráfico II.6, panel izquierdo). Con todo, las reservas totales de divisas en las economías emergentes asiáticas siguieron siendo muy elevadas, ascendiendo a 5 billones de dólares, o la mitad del total mundial, en diciembre de 2011. A dicha fecha, y con más de 3 billones de dólares, casi un tercio de las reservas mundiales de divisas se encontraban en China.

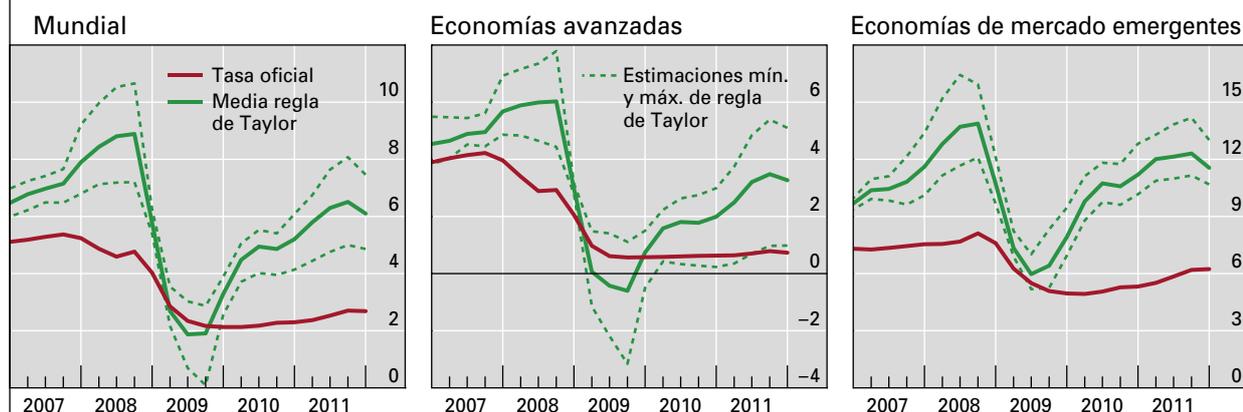
Evaluación de la orientación de la política monetaria

Las tasas de interés oficiales reales (ajustadas por la inflación) indican una orientación muy acomodaticia de la política monetaria en todo el mundo, tanto si las tasas nominales se deflactan por la inflación subyacente como por la general (Gráfico IV.5). A comienzos de 2012, las tasas oficiales reales se situaban en torno a cero en casi todo el mundo, siendo decididamente negativas en las principales economías avanzadas. En las economías de mercado emergentes subieron ligeramente, pero aún parecen muy bajas comparadas con la tasa de crecimiento tendencial del producto de estas economías en los últimos años.



Tasas oficiales de referencia¹

En porcentaje



Las reglas de Taylor se calculan como $i = c + 1,5(\pi - \pi^*) + 0,5y$, donde π es una estimación de la inflación y donde y es una estimación de la brecha del producto. La constante c se define como la suma de la tasa media de inflación y el crecimiento del PIB real desde T1 2000. π^* se calcula como el nivel medio de la tasa de inflación desde T1 2000. Se estimaron reglas de Taylor para todas las combinaciones de tres medidas de inflación (general, subyacente y previsiones de consenso de la inflación general) y estimaciones de la brecha del producto obtenidas a partir de tres métodos diferentes de cálculo del producto potencial (filtro de HP, tendencia lineal y componentes no observados). El gráfico indica la tasa de Taylor media, máxima y mínima para cada una de las nueve combinaciones.

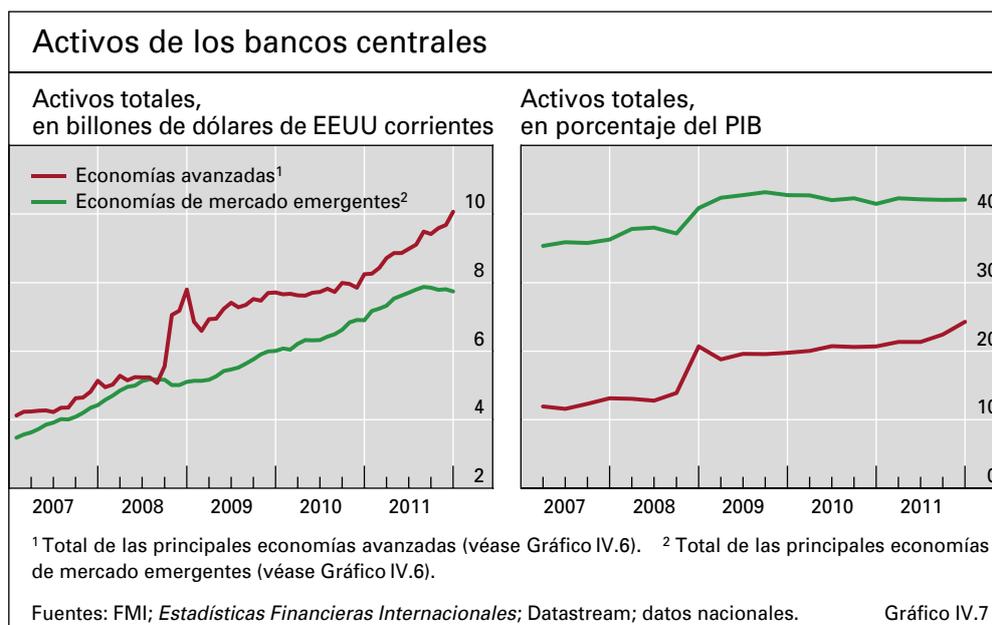
¹ Media ponderada basada en ponderaciones PPA de 2005. «Mundial» está compuesto por las economías que figuran a continuación. Economías avanzadas: Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelandia, el Reino Unido, Suecia, Suiza y la zona del euro. Economías emergentes: Argentina, Brasil, China, Corea, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taipei chino y Turquía.

Fuentes: Bloomberg; CEIC; © Consensus Economics; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico IV.6

Las tasas de interés implícitas en la regla de Taylor, que relaciona de forma automática las tasas oficiales con la inflación y la brecha del producto, ofrecen un panorama similar (Gráfico IV.6). Si bien es cierto que una evaluación basada en esa medida de referencia se ve inevitablemente complicada por el alto grado de incertidumbre que existe sobre el nivel y la tasa de crecimiento del producto potencial. Con todo, cuando se consideran múltiples combinaciones de diferentes medidas de inflación (general y subyacente) y estimaciones alternativas de la brecha del producto (tendencia variable en el tiempo y tendencia lineal constante), el nivel de las tasas oficiales parecía excesivamente acomodaticio a finales de 2011 (Gráfico IV.6, panel izquierdo). Este resultado se explica básicamente por las economías de mercado emergentes (Gráfico IV.6, panel derecho) y refleja el importante papel que desempeñan factores externos —como la preocupación por la volatilidad de los tipos de cambio y de los flujos de capital—, en la dirección de la política monetaria de esas economías. En las economías avanzadas, las tasas oficiales estaban justo por debajo del rango de medidas de referencia basadas en la regla de Taylor, tras haberse situado dentro del mismo durante la mayor parte del periodo posterior al estallido de la crisis (Gráfico IV.6, panel central).

Evidentemente, las tasas de interés reales y las reglas de Taylor no pueden determinar plenamente la orientación de la política monetaria. Por lo tanto, se podría estar exagerando el tono de laxitud monetaria en la medida en que se ignoran una serie de factores relevantes en el actual entorno de política, entre ellos el temor a entradas de capital desestabilizadoras, las



persistentes dificultades financieras derivadas de la crisis y cambios en los coeficientes de reservas obligatorias.

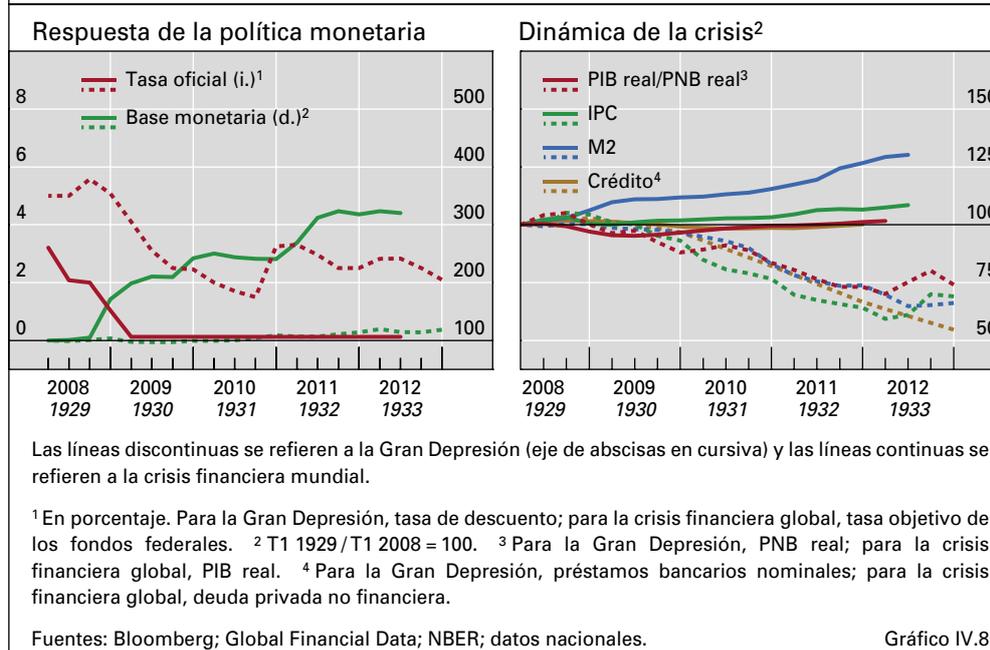
Sin embargo, el sesgo de la política monetaria parece considerablemente más acomodaticio al considerar la expansión sin precedentes de los balances de los bancos centrales. Los activos totales de éstos se han duplicado con creces en el curso de los últimos cuatro años, ascendiendo aproximadamente a 18 billones de dólares a finales de 2011 (Gráfico IV.7, panel izquierdo). En las economías avanzadas, los activos de bancos centrales aumentaron hasta aproximadamente el 25% del PIB tras las medidas de política de balance adoptadas en respuesta a la crisis financiera mundial (Gráfico IV.7, panel derecho), que indujeron una mayor acomodación monetaria, por ejemplo al arrastrar a la baja los rendimientos de los títulos de deuda a largo plazo². En las principales economías de mercado emergentes, los activos de los bancos centrales representaban cerca del 40% del PIB a finales de 2011, reflejando el elevado volumen de reservas de divisas acumulado en la última década, en especial en economías emergentes de Asia. Esta circunstancia sin duda mitigó la apreciación de sus monedas e impulsó con ello el crecimiento.

Prolongada acomodación monetaria: alcance y limitaciones

Las enérgicas medidas adoptadas por los bancos centrales durante la crisis financiera mundial probablemente fueron decisivas para que no volviera a repetirse una Gran Depresión. Esto puede inferirse al comparar la dinámica de la crisis (Gráfico IV.8, panel derecho) y la respuesta de la política monetaria

² Más información sobre el impacto en los mercados financieros y los efectos macroeconómicos de las políticas de balance adoptadas por los bancos centrales de las principales economías avanzadas, en M. Cecioni, G. Ferrero y A. Secchi, «Unconventional monetary policy in theory and in practice», *Bank of Italy Occasional Papers*, n° 102, septiembre de 2011. En las referencias citadas en la nota al pie 2 se detalla evidencia más reciente sobre los efectos de las compras de deuda por los bancos centrales.

Respuesta de la política monetaria de EEUU y dinámica de la crisis: la Gran Depresión frente a la crisis financiera mundial



en Estados Unidos (Gráfico IV.8, panel izquierdo) en ese periodo (líneas discontinuas) con la dinámica de la reciente crisis financiera mundial (líneas continuas).

Sin embargo, aunque existe un amplio consenso sobre la importancia de la agresiva relajación monetaria en las principales economías avanzadas para evitar un colapso financiero, las ventajas de una prolongada laxitud de las condiciones monetarias suscitan más controversia. En particular, son objeto de debate sus repercusiones sobre la corrección efectiva de los balances como condición previa para un crecimiento sostenido, los riesgos implícitos para la estabilidad financiera y de precios a escala mundial, y las consecuencias a largo plazo para la credibilidad y autonomía operativa de los bancos centrales.

Relajación monetaria y corrección de balances

La política monetaria acomodaticia puede facilitar la corrección de los balances de los sectores privado y público a corto plazo, ya que los bancos y gobiernos ganan tiempo para solucionar problemas de solvencia y evitar de ese modo desapalancamientos e impagos desordenados. Asimismo, puede reducir el coste del servicio de la deuda, impulsar los precios de los activos y estimular el crecimiento y el empleo.

Ahora bien, durante la recuperación de una crisis financiera es probable que la eficacia de la política monetaria para estimular la economía sea menor que en otras circunstancias. Los agentes económicos sobreendeudados no desean seguir endeudándose para gastar y un sistema financiero deteriorado resulta menos eficaz para transmitir la orientación de la política al resto de la economía. Esto significa que, para obtener el mismo efecto a corto plazo en la demanda agregada, la acomodación monetaria tendrá lógicamente que ser

mayor. Pero ésta no puede sustituir a las medidas correctoras directamente encaminadas a abordar las cargas de la deuda y los balances deteriorados. En último término, existe incluso el riesgo de que una relajación monetaria prolongada retrase, por una serie de vías, la corrección de los balances y el retorno a una recuperación autosostenible.

En primer lugar, la prolongación de unas condiciones monetarias inusualmente acomodaticias encubre problemas estructurales en los balances y reduce los incentivos para afrontarlos directamente. De este modo, podría retrasarse la necesaria consolidación fiscal y las ineludibles reformas estructurales para restaurar la sostenibilidad fiscal. De hecho, según analiza con más detalle el Capítulo V, es preciso que los emisores soberanos adopten medidas más resueltas para restablecer su condición de prestatarios libres de riesgo, esencial para la estabilidad tanto macroeconómica como financiera a largo plazo.

De forma similar, las inyecciones de liquidez incondicionales y las compras de activos a gran escala, unidas a unas tasas de interés muy bajas, pueden llevar a que parezca menos necesario hacer frente a los activos bancarios deteriorados. En efecto, los bancos aún están afrontando el legado de la crisis financiera mundial y a menudo son muy dependientes de la financiación de los bancos centrales (véase el Capítulo VI). Y las bajas tasas de interés reducen el coste de oportunidad de mantener préstamos en mora y pueden llevar a los bancos a sobrestimar su capacidad de devolverlos. Todo esto podría perpetuar la debilidad de los balances y llevar a asignar de forma ineficiente el crédito³. La evidencia de que el desapalancamiento de las familias estadounidenses se produjo por una menor concesión de crédito más que por el reconocimiento de pérdidas contables en deudas insostenibles (véase el Capítulo III), resalta la relevancia de esos mecanismos en la actual coyuntura. De igual forma, los reducidos cocientes entre el valor de mercado y el valor contable en el sector bancario (generalmente muy inferiores a uno), unidos a las escasas provisiones para insolvencias crediticias a pesar de la debilitada situación macroeconómica (véase Cuadro VI.1), podría indicar prácticas para la perennización de los préstamos (*evergreening*).

En segundo lugar, la relajación monetaria podría socavar con el tiempo la rentabilidad de los bancos. Tanto el nivel de las tasas de interés a corto plazo como la pendiente de la curva de rendimientos están positivamente relacionados con los ingresos netos por intereses de los bancos, debido a sus efectos positivos en los márgenes de intermediación de los depósitos y en los rendimientos de la transformación de plazos, respectivamente⁴. Ciertamente, a partir de una muestra de bancos con presencia internacional, hay evidencias

³ Existen evidencias de prácticas de *evergreening* generalizadas en Japón durante el prolongado periodo de bajas tasas de interés nominales en los años 90. También hay evidencias de tales prácticas en Italia en los primeros años de la crisis financiera mundial. Véanse R. Caballero, T. Hoshi y A. Kashyap, «Zombie lending and depressed restructuring in Japan», *American Economic Review*, vol. 98, diciembre de 2008, pp. 1943–77, y U. Albertazzi y D. Marchetti, «Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman», Banco de Italia, *Temi di Discussione (Working Papers)*, n° 756, abril de 2010.

⁴ Véase U. Albertazzi y L. Gambacorta, «Bank profitability and the business cycle», *Journal of Financial Stability*, vol. 5, diciembre de 2009, pp. 393–409.

de que en el periodo 2008-2010, la relajación monetaria alentó la rentabilidad de la banca, permitiendo la reconstrucción de las bases de capital (véase el Recuadro IV.A más abajo). Los efectos negativos asociados a la reducción de la tasa de interés oficial a corto plazo quedaron compensados con creces por el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos. Sin embargo, un entorno de tasas de interés persistentemente reducidas, caracterizado por tasas bajas a corto plazo y curvas de rendimientos aplanadas, conduciría a la larga a la erosión de los ingresos por intereses de los bancos. Hay señales recientes de que ya sucede así, habiendo coincidido el reciente aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos y el Reino Unido con la caída del margen de intermediación de los bancos (véase el Cuadro VI.1).

Los bajos rendimientos de los activos de renta fija también ponen en dificultades a aseguradoras y fondos de pensiones. Sus márgenes de beneficios muy negativos como consecuencia del entorno de bajas tasas de interés contribuyeron a la quiebra de varias compañías de seguros en Japón a finales de los 90 y principios de la pasada década. En la actualidad, aseguradoras y fondos de pensiones se han protegido parcialmente de esos efectos mediante la cobertura del riesgo de tasa de interés o migrando hacia productos de seguro vinculados a fondos de inversión o planes de pensiones de aportación definida⁵. Sin embargo, estas medidas en último término acaban transfiriendo el riesgo a las familias y a otras instituciones financieras.

⁵ Para más información, consúltense el estudio «Fixed income strategies of insurance companies and pension funds», *CGFS Papers* n° 44, julio de 2011, del Comité sobre el Sistema Financiero Global.

Recuadro IV.A: Política monetaria y rentabilidad de los bancos en 2008–2010

Este recuadro analiza la relación existente entre las variaciones de la estructura de las tasas de interés y la rentabilidad de los bancos tras la quiebra de Lehman Brothers. Para ello hemos utilizado la información de los balances de 107 grandes bancos internacionales con sede en 14 de las principales economías avanzadas que desarrollan su actividad en diferentes jurisdicciones. Por este motivo, hemos expresado todos los indicadores macroeconómicos como la media ponderada de los distintos países en los que opera cada banco, utilizando datos sobre activos exteriores procedentes de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI.

El cuadro que figura a continuación muestra una serie de regresiones simples de corte transversal sobre los valores medios del periodo 2008–10 para: (i) el margen de intermediación (NIM); (ii) el coeficiente de préstamos deteriorados sobre activos totales; y (iii) el rendimiento de los activos (ROA). La reducción del nivel de la tasa de interés a corto plazo y de la pendiente de la curva de rendimientos (en ambos segmentos, entre 0 y 2 años, y entre 2 y 10 años), ha tenido un efecto negativo sobre los ingresos netos por intereses de los bancos. Sin embargo, en el periodo 2008–10, en el caso de los 14 países analizados, las tasas de interés a corto plazo cayeron 2,44 puntos porcentuales en promedio, mientras que los dos segmentos de la curva de rendimientos aumentaron 0,35 y 1,33 puntos porcentuales respectivamente. En general, estos cambios han contribuido positivamente al NIM (0,69 puntos porcentuales). Las variaciones en la estructura de la curva de rendimientos también han reducido la proporción de los préstamos deteriorados (0,17 puntos porcentuales) conteniendo el deterioro de la calidad de la cartera crediticia durante la fase de desaceleración. Estos resultados también se mantienen cuando se controla por la expansión de los activos totales de los bancos centrales, las condiciones del ciclo económico y características propias de cada banco como pueda ser el tamaño, la liquidez, la incidencia de la financiación en el mercado y la inclusión de una variable de control específica para aquellos bancos que se beneficiaron de las medidas de rescate.

(continuación en siguiente página)

Variables explicativas	(i) NIM		(ii) Préstamos deteriorados/ activos totales		(iii) ROA	
	Coef.	Relev.	Coef.	Relev.	Coef.	Relev.
Tasa de interés a corto plazo	0,258 (0,107)	**	1,651 (0,486)	***	0,034 (0,226)	
Pendiente de la curva de rendimientos 0–2 años	0,641 (0,206)	***	1,287 (0,914)		1,321 (0,272)	***
Pendiente de la curva de rendimientos 2–10 años	0,820 (0,190)	***	2,562 (0,993)	***	0,253 (0,354)	
Variación de los activos totales del banco central respecto al PIB	0,002 (0,006)		–0,024 (0,033)		0,005 (0,011)	
Crecimiento del PIB nominal	0,019 (0,039)		–0,787 (0,180)	***	0,151 (0,080)	*
Ratio de financiación en el mercado	–0,021 (0,003)	***	0,057 (0,037)		–0,023 (0,006)	***
Tamaño del banco	–0,01 (0,041)		–0,899 (0,323)	***	0,297 (0,097)	***
Ratio de liquidez bancaria	–0,014 (0,006)	**	–0,019 (0,029)		–0,001 (0,013)	
Número de observaciones	107		107		107	
R ²	0,635		0,411		0,311	
Valores medios de las variables dependientes 2008–10	1,57%		2,40%		0,45%	
<p>Todas las variables se calculan como las medias simples durante el periodo 2008–2010. Para medir el tamaño del banco se utiliza el logaritmo de los activos totales; para la liquidez del banco, el coeficiente de efectivo y liquidez respecto a los activos totales; y para la financiación del banco, la proporción de activos financiados frente a pasivos distintos a depósitos. Todas las ratios se expresan en porcentaje. No se muestran los coeficientes de la variable de control que indica los bancos que se beneficiaron de rescates. Los errores estándar robustos se expresan en paréntesis. Los símbolos *, ** y *** representan grados de significación del 10%, 5% y 1% respectivamente. Puede consultarse más información sobre la base de datos en M. Brei, L. Gambacorta. y G. von Peter, «Rescue packages and bank lending», <i>BIS Working Paper</i> n° 357, noviembre de 2011.</p>						

En tercer lugar, las bajas tasas de interés a corto y largo plazo podrían volver a crear problemas de excesiva asunción de riesgo. Unos de los principales motivos de la excepcional acomodación monetaria orquestada por los bancos centrales ante la crisis financiera mundial fue contrarrestar una aversión al riesgo generalizada. Sin embargo, las bajas tasas de interés pueden alentar con el tiempo la acumulación de vulnerabilidades financieras al desatar la búsqueda de rendimientos en segmentos no convenientes. Existe amplia evidencia empírica de que este canal ha desempeñado un papel importante en el periodo previo a la crisis financiera⁶. Las fuertes pérdidas registradas recientemente por algunas instituciones financieras en actividades de negociación podrían indicar bolsas de excesiva asunción de riesgo y exigir una vigilancia cercana.

⁶ Véase una revisión de los estudios empíricos sobre el canal de asunción de riesgos en A. Maddaloni y J.L. Peydro (2011), «Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: Evidence from the euro-area and the U.S. lending standards», *Review of Financial Studies*, vol. 24, junio de 2011, pp. 2121–65, y Y. Altunbas, L. Gambacorta y D. Marqués, «Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk?», *Economic Letters*, 2012, de próxima publicación, entre otros.

Recuadro IV.B: Evolución de los mercados monetarios a un día

Tradicionalmente, los bancos centrales se han servido de los mercados monetarios a un día no garantizados para implementar sus políticas monetarias. Sin embargo, las políticas a través de los balances que se han adoptado en muchas jurisdicciones han provocado cambios importantes en las dinámicas de los mercados. Si estas nuevas dinámicas no se comprenden bien o no se corrigen por sí solas, pueden dificultar su eventual abandono o provocar cambios en los marcos operativos.

La expansión de los balances de los bancos centrales ha derivado en un incremento significativo de las reservas que éstos mantienen (Gráfico IV.B, panel izquierdo). Este excedente de reservas ha hecho que las tasas interbancarias a un día, es decir, con las que los bancos centrales remunerar depósitos (Gráfico IV.B, panel derecho), se acerquen a sus límites inferiores. Dicho de otro modo, los bancos centrales han abandonado su costumbre de mantener la tasa a un día cercana a un objetivo predefinido, a menudo el punto medio de la banda entre la tasa de interés a la que los bancos pueden prestar fondos del banco central y aquella a la que le prestan. En Estados Unidos y el Reino Unido, la tasa a un día ha llegado incluso a caer por debajo de la tasa a la que se remuneran las reservas. En ambos casos, el mercado a un día incluye a entidades no bancarias que no tienen acceso directo a la facilidad de depósito del banco central. Esta segmentación del mercado, junto con los límites impuestos al arbitraje, permite a los bancos (que sí tienen acceso a dicha facilidad) pujar a precios bajos por los fondos de estas entidades, arrastrando con ello las tasas de mercado publicadas por debajo de la tasa que el banco central ofrece a los bancos⁹.

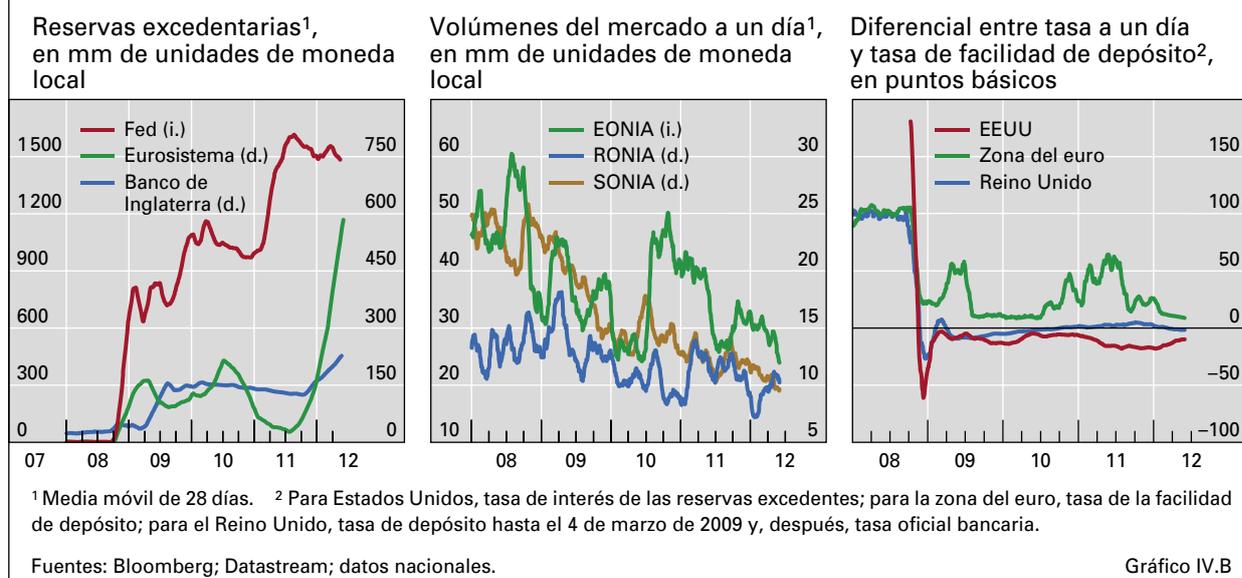
Asimismo, los volúmenes de los mercados no garantizados se están reduciendo a medida que los bancos tienen menor necesidad de tomar en préstamo reservas de otras entidades bancarias para compensar las perturbaciones diarias de liquidez (Gráfico IV.B, panel central). Por ejemplo, en el Reino Unido, los volúmenes negociados no garantizados que constituyen la base de la tasa SONIA se han reducido en más de la mitad desde 2008¹⁰. En la zona del euro, los volúmenes negociados en la tasa EONIA¹¹ han caído en una proporción similar¹². Además, la inquietud por el riesgo de contraparte y por los cambios en la regulación ha incrementado el atractivo de los mercados garantizados. A diferencia de la tasa SONIA, los volúmenes de negociación que subyacen a la tasa garantizada RONIA en el Reino Unido se han mantenido en general en torno a los niveles de 2008¹³. En otras jurisdicciones, también parecen estar registrándose tendencias similares.

Asimismo, hay indicios de que la dinámica de las tasas a un día está cambiando. En Estados Unidos, el mecanismo de transmisión entre las tasas a un día no garantizadas y las tasas garantizadas, que es fundamental para la efectividad de la política monetaria, se ha debilitado durante la fase de tasas de interés cercanas a cero¹⁴. En Suecia, la volatilidad de la tasa a un día (mañana-siguiente) ha sido mayor que en la fase previa a la crisis desde el abandono de las políticas de balance por parte del Riksbank¹⁵.

Con el fin de controlar la tasa a un día en un escenario de abandono de dichas políticas, es necesario que los bancos centrales cuenten con herramientas debidamente probadas para controlar el nivel de reservas. Además, puede que tengan que replantearse si utilizar como objetivo la tasa a corto plazo del mercado no garantizado sigue siendo lo más eficaz¹⁶.

⁹ Véase M. Bech y E. Klee «The mechanics of a graceful exit: interest on reserves and segmentation in the federal funds market», *Journal of Monetary Economics*, 58(5), julio de 2011, pp. 415–31. ¹⁰ Véase *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2011 T2. La tasa SONIA se expresa como la media ponderada de todas las operaciones a un día no garantizadas negociadas en libras esterlinas en Londres por los miembros de la Wholesale Markets Brokers' Association (WMBA). ¹¹ La tasa EONIA[®] (Euro OverNight Index Average) se calcula como la media ponderada de todas las operaciones de préstamo no garantizadas realizadas en el mercado interbancario dentro de la zona del euro por los bancos participantes. ¹² La tasa RONIA se expresa como la tasa de interés media ponderada de todas las operaciones garantizadas (*repos*) en efectivo a un día realizadas en libras esterlinas a través de intermediarios mediante el mecanismo de entrega por valor de CREST, que es una fórmula para tomar prestados fondos en efectivo en libras esterlinas aportando como colateral deuda pública. CREST es una central depositaria de valores del Reino Unido. ¹³ Véase M. Bech, E. Klee y V. Stebunovs, «Arbitrage, liquidity and exit: the repo and federal funds markets before, during, and emerging from the financial crisis», *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, 2012–21. ¹⁴ Véase P. Sellin y P. Sommar, «The Riksbank's operational framework for the implementation of monetary policy – a review», *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2012:2. ¹⁵ Véase por ejemplo el discurso de bienvenida de Jürgen Stark en el taller de trabajo del BCE «The post-crisis design of the operational framework for the implementation of monetary policy» Fráncfort, 10 de octubre de 2011.

Evolución de la dinámica del mercado monetario



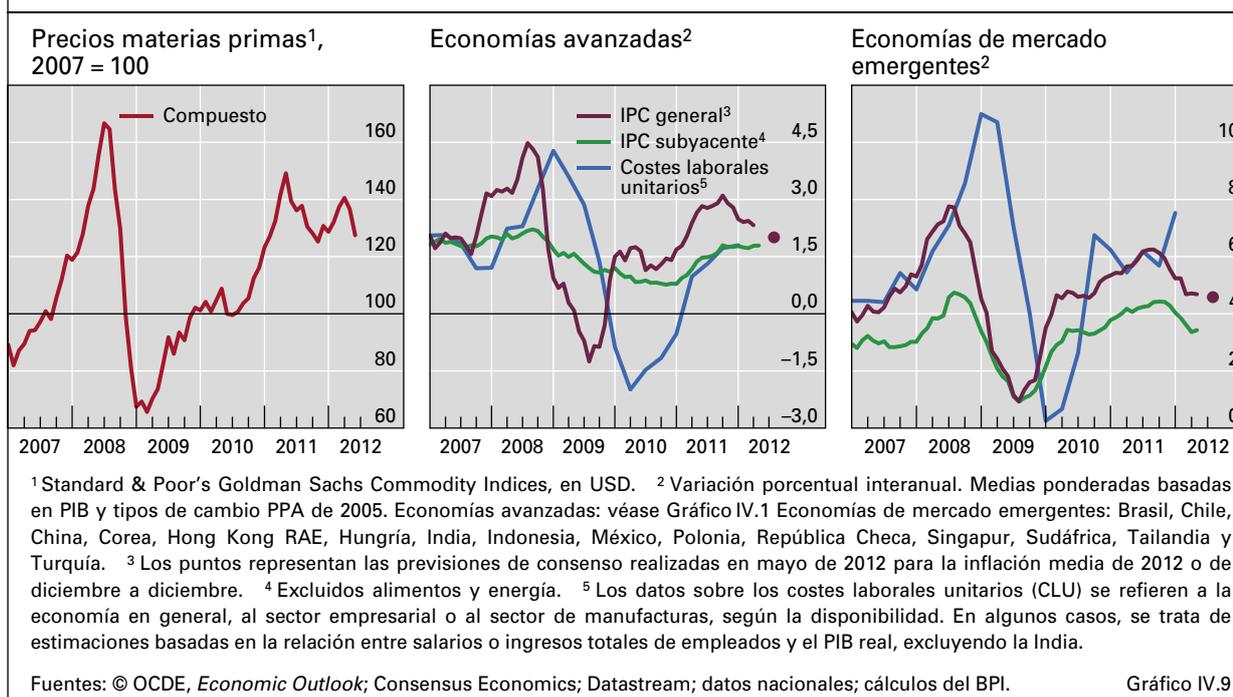
En cuarto lugar, una acomodación monetaria intensa y prolongada podría distorsionar los mercados financieros. Las bajas tasas de interés y las medidas de política de balance de los bancos centrales han modificado la dinámica de los mercados monetarios a un día, lo que podría complicar la salida de la acomodación monetaria (véase el Recuadro IV.B en la página 51). Las compras de activos a gran escala, orientadas a reducir las tasas de interés a largo plazo y los diferenciales de riesgo en los mercados financieros, acaban también debilitando las señales del mercado. Los rendimientos a largo plazo de los principales instrumentos de deuda pública constituyen una referencia esencial para la intermediación financiera. Por tanto, su nivel excepcionalmente bajo (Gráfico IV.4) podría inducir una formación de precios errónea para los activos financieros en general y socavar la función de los mercados financieros para promover una eficaz asignación intertemporal de los recursos.

Con unas tasas oficiales en las principales economías avanzadas situadas desde hace más de tres años en el límite inferior efectivo y los balances de los bancos centrales en continua expansión, estos posibles efectos colaterales requieren una estrecha vigilancia. De hecho, como se examina en los Capítulos III, V y VI, la recuperación continúa siendo frágil debido al fuerte sobreendeudamiento y a los persistentes desequilibrios estructurales, en tanto que las medidas para garantizar la sostenibilidad fiscal y sanear los balances no se han emprendido con el necesario vigor.

Efectos de propagación mundial de la política monetaria

Mientras que es probable que la prolongada relajación monetaria sólo tenga capacidad limitada para generar crecimiento sostenido en las economías avanzadas, sus efectos de propagación al resto del mundo pueden ser importantes. Los amplios y persistentes diferenciales entre las tasas de interés (Gráfico IV.1) estimulan flujos de capital y crédito hacia las economías de

Precios de las materias primas y de consumo y costes laborales unitarios



mercado emergentes de rápido crecimiento, fomentando la apreciación de sus monedas. Esto dificulta aún más a los bancos centrales de esos países la persecución de sus propios objetivos de estabilización. Sus tasas de interés han subido, pero sin mucha convicción, ante unas condiciones macroeconómicas y financieras internas pujantes, al temerse que dichas subidas pudieran ampliar los diferenciales de tasas de interés y alentar nuevas entradas de capital. Como resultado, la política monetaria de las economías de mercado emergentes podría adolecer sistemáticamente de excesiva laxitud, como sugiere la fuerte discrepancia entre las tasas oficiales y las medidas de referencia para las tasas de interés que muestra el Gráfico IV.6.

Las condiciones monetarias laxas imperantes en todo el mundo han venido alentando desde hace tiempo auges crediticios y de precios de los activos en algunas economías de mercado emergentes (véase el Capítulo III). Esto podría provocar la acumulación de desequilibrios financieros similares a los observados en algunas economías avanzadas en los años inmediatamente previos a la crisis mundial. Su corrección causaría importantes perjuicios, también a escala mundial debido a la creciente relevancia de las economías de mercado emergentes en la economía mundial y en las carteras de inversiones.

La laxitud de la política monetaria mundial probablemente también haya contribuido a la fortaleza de los precios de las materias primas a partir de 2009 (Gráfico IV.9, panel izquierdo). Sus cotizaciones se forman en mercados de subasta mundiales y son muy sensibles a las condiciones de la demanda, que a su vez dependen del tono de la política monetaria mundial. La creciente importancia de los inversores financieros en los mercados de materias primas

podría haber elevado la sensibilidad de estos precios a las condiciones monetarias⁷.

El encarecimiento de las materias primas se dejó sentir especialmente en las economías de mercado emergentes, donde ese factor ha ido asociado a dos episodios de alza de la inflación desde 2006 (Gráfico IV.9, panel derecho). La inflación, que se moderó a partir del segundo semestre del año pasado al descender los precios de las materias primas, se situaba a comienzos de 2012 en la mayoría de las economías de mercado emergentes dentro de las bandas que se habían fijado como objetivo los bancos centrales, mientras los mercados aguardaban una leve moderación adicional para lo que resta de año (Gráfico IV.9, panel derecho, punto). Con todo, persisten riesgos de efectos inflacionistas de segunda ronda, ya que los costes laborales unitarios aumentaron en el último trimestre de 2011 (Gráfico IV.9, panel derecho, línea azul). Dada la creciente importancia de las economías de mercado emergentes en las cadenas de suministro mundial, esa circunstancia podría también afectar a la inflación en las economías avanzadas. Dicho esto, a comienzos de 2012 las alzas de precios y salarios en ese grupo de países eran moderadas y se esperaba que la inflación general continuase cayendo en el transcurso del año (Gráfico IV.9, panel central).

La creciente relevancia de los efectos de propagación de la política monetaria sugiere la necesidad de que los bancos centrales ponderen más las implicaciones a escala mundial de sus medidas. En un mundo muy globalizado la política monetaria debería adoptar también una perspectiva más global para garantizar una estabilidad financiera y de precios duradera⁸.

Riesgos a largo plazo para los bancos centrales

Las expectativas de inflación a largo plazo no parecen señalar mayores riesgos para la estabilidad de precios en las principales economías avanzadas y de mercado emergentes. Tanto los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo basados en precios de mercado como aquellos que se basan en encuestas (Gráfico IV.10) han permanecido por lo general estables y cercanos a los objetivos de inflación de los bancos centrales.

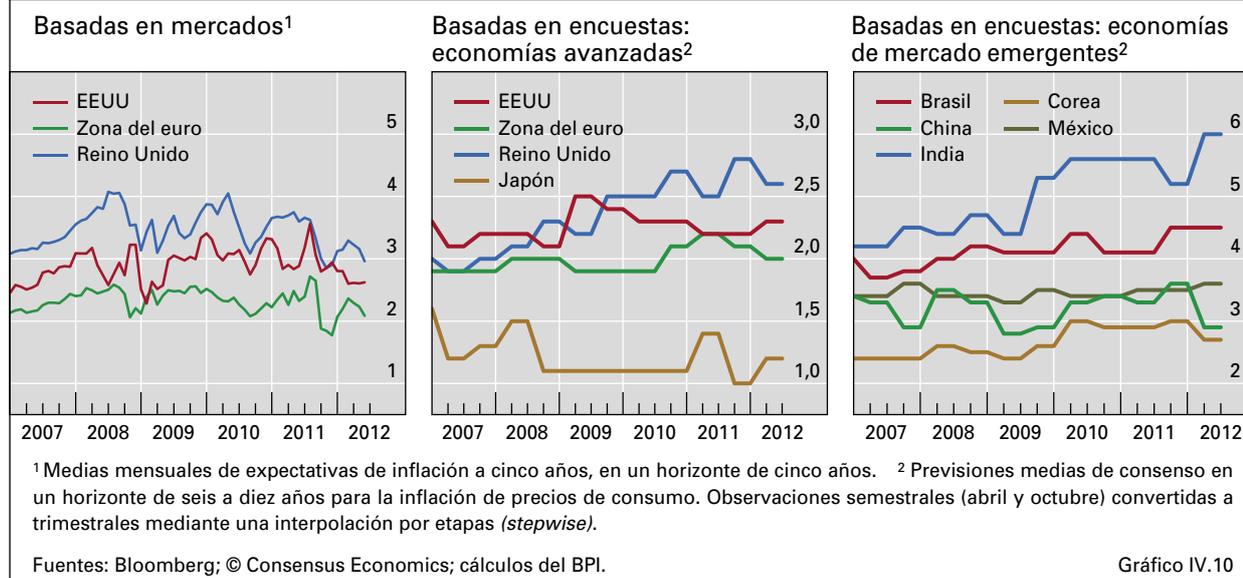
La estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo indica que la credibilidad de los bancos centrales continúa siendo elevada, lo que cabría interpretarse como que éstos aún cuentan con cierto margen de maniobra para suministrar nuevos estímulos monetarios. Sin embargo, la credibilidad de los bancos centrales no debería darse por sentada. En las principales economías avanzadas, si la debilidad económica persiste y los problemas estructurales y de solvencia subyacentes no se resuelven, los bancos centrales podrían verse cada vez más presionados para seguir interviniendo. Esto podría conducir a un círculo vicioso, con una brecha cada vez mayor entre lo que se espera de los bancos centrales y lo que éstos realmente pueden ofrecer. A su

⁷ Un análisis más detallado de la financiarización de las materias primas y sus consecuencias puede encontrarse en el 81º *Informe Anual del BPI*, junio de 2011, Recuadro IV.B.

⁸ Véase C. Borio, «Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters?», *BIS Working Papers* n° 353, septiembre de 2011.

Expectativas de inflación a largo plazo

En porcentaje



vez, esto dificultaría aún más la salida definitiva de la acomodación monetaria y podría, en último término, poner en peligro la credibilidad de los bancos centrales. De igual forma, la continua dependencia en economías de mercado emergentes de estrategias de crecimiento basadas en las exportaciones podría suscitar dudas sobre el compromiso de sus bancos centrales para procurar la estabilidad de precios y acabar con las intervenciones a gran escala en los mercados de divisas. Con el tiempo, estas dudas podrían desanclar gradualmente las expectativas de inflación en todo el mundo.

Esta preocupación se acentúa por los crecientes riesgos de economía política. Las políticas de balance de los bancos centrales han difuminado la línea divisoria entre las políticas monetaria y fiscal. Sus efectos solo pueden valorarse cabalmente como parte del balance consolidado del sector público, y la mayoría de estas políticas podrían ser replicadas por el gobierno. Por tanto, el significado mismo de la independencia de los instrumentos se vuelve confuso cuando los bancos centrales adoptan medidas de política a gran escala a través de sus balances. Así pues, una prolongada utilización de estas medidas genera inquietud por las posibles limitaciones que introducen a la autonomía operativa de los bancos centrales, especialmente cuando la deuda pública transita ya por una senda insostenible en numerosos países (véase el Capítulo V).

Los crecientes riesgos financieros que entrañan los abultados balances de los bancos centrales también podrían socavar su independencia financiera. Las pérdidas financieras no merman *per se* la capacidad operativa de los bancos centrales, pero podrían menoscabar su autonomía operativa si el banco central fuese incapaz de perseguir sus objetivos de política sin recurrir a los recursos financieros del Gobierno⁹.

⁹ Véase P. Stella, «Minimising monetary policy», *BIS Working Papers*, n° 330, noviembre de 2010.

En este contexto de crecientes riesgos a largo plazo para los bancos centrales, la actual estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo no es motivo de complacencia. Si la credibilidad de los bancos centrales acabara erosionándose y las expectativas de inflación aumentaran, sería muy difícil y costoso restablecer la estabilidad de precios, como demostró la experiencia de los años 70.

Resumen

La orientación de la política monetaria mundial es excepcionalmente acomodaticia. Las tasas de interés oficiales se sitúan muy por debajo de las medidas de referencia habituales. Al mismo tiempo, los balances de los bancos centrales han alcanzado un tamaño sin precedentes y continúan aumentando.

En un contexto de crecimiento débil y desempleo elevado en numerosas economías avanzadas, es lógico y natural aplicar una relajación monetaria sostenida. Sin embargo, existe un creciente riesgo de sobrecargar la política monetaria. Por sí sola, una política monetaria de corte acomodaticio no puede resolver problemas de solvencia subyacentes u otros problemas estructurales más profundos. Puede ayudar a ganar tiempo, aunque en la práctica quizá lo haga perder, retrasando posiblemente con ello el retorno a una recuperación autosostenible. Los bancos centrales deben reconocer y comunicar los límites de la política monetaria, aclarando que ésta no puede sustituir a medidas de política capaces de abordar las causas últimas de la fragilidad financiera y la debilidad económica.

La combinación de crecimiento débil y tasas de interés excepcionalmente reducidas en las principales economías avanzadas, junto con las medidas para gestionar los efectos de propagación en economías de mercado emergentes, ha contribuido a transmitir la acomodación monetaria por todo el mundo. Los riesgos resultantes de la acumulación de desequilibrios financieros y de las crecientes presiones inflacionistas en las economías de mercado emergentes podrían tener importantes repercusiones negativas en la economía mundial. Esto sugiere la necesidad de que los bancos centrales tengan más presentes los efectos de propagación a escala mundial de sus políticas monetarias al objeto de garantizar una estabilidad financiera y de precios duradera.

Por último, los bancos centrales deben cuidarse de los riesgos a largo plazo para su credibilidad e independencia operativa. No reconocer los límites de la política monetaria podría abrir una creciente brecha entre lo que se espera de ellos y lo que realmente pueden ofrecer, lo que complicaría la salida definitiva de la acomodación monetaria y en último término podría hacer peligrar su credibilidad y autonomía operativa. La preocupación se acentúa por los riesgos de economía política derivados de la combinación de políticas de balance que han difuminado la línea divisoria entre las políticas monetaria y la fiscal con unas posiciones fiscales insostenibles.

V. Recuperar la sostenibilidad fiscal

La situación de las finanzas públicas de numerosas economías avanzadas ya seguía una trayectoria insostenible antes de la crisis financiera, y ésta provocó un deterioro adicional de la situación al aumentar los déficits presupuestarios y el endeudamiento. Como resultado, los mercados financieros y las agencias de calificación crediticia adoptaron una postura más crítica frente al riesgo de crédito soberano, y niveles de déficit presupuestario y de deuda pública que antes de la crisis se habían tolerado dejaron de considerarse sostenibles.

Estas circunstancias provocaron la ampliación de los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de emisores soberanos y recortes en las calificaciones crediticias de la deuda pública, en particular de España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal. Pero también se ha rebajado la calificación de emisores soberanos cuya solvencia rara vez se cuestiona, como son los casos de Estados Unidos y Japón, cuyos costes de endeudamiento de hecho se han reducido por la consideración de refugio de sus títulos de deuda.

Ante esta situación, ha surgido preocupación por que las emisiones de deuda soberana pierdan su carácter de activos libres de riesgo o, en concreto, por el hecho de que su riesgo de crédito ya no se considere insignificante. En realidad, incluso desde este punto de vista restringido, alcanzar la categoría de activo sin riesgo es más un ideal que un objetivo realista. De hecho, lo peor que podría suceder sería considerar como exento de riesgo un activo cuando efectivamente no lo está. Podría afirmarse que eso es lo que sucedió con la deuda de varios países antes de la crisis reciente, y lo que aún ocurre con algunos de ellos. La expresión de activos «sin riesgo» se emplea para referirse a aquellos activos cuya probabilidad de pago al acreedor es lo suficientemente alta para hacer innecesario que los participantes en los mercados financieros incorporen explícitamente el riesgo de crédito en sus decisiones de inversión. La existencia de dichos activos contribuye a que el sistema financiero funcione de forma fluida y eficiente.

El deterioro de la solvencia soberana repercute de manera adversa en la estabilidad financiera, la instrumentación y credibilidad de las políticas fiscales y monetarias, el funcionamiento de los mercados financieros y los costes de endeudamiento del sector privado. En el contexto actual de crecimiento económico anémico, mercados financieros aún frágiles y bancos centrales sobrepasados en sus funciones, el aumento del riesgo que entrañan las emisiones soberanas es particularmente preocupante. Por consiguiente, las posiciones fiscales de dichos países deben recuperar su sostenibilidad.

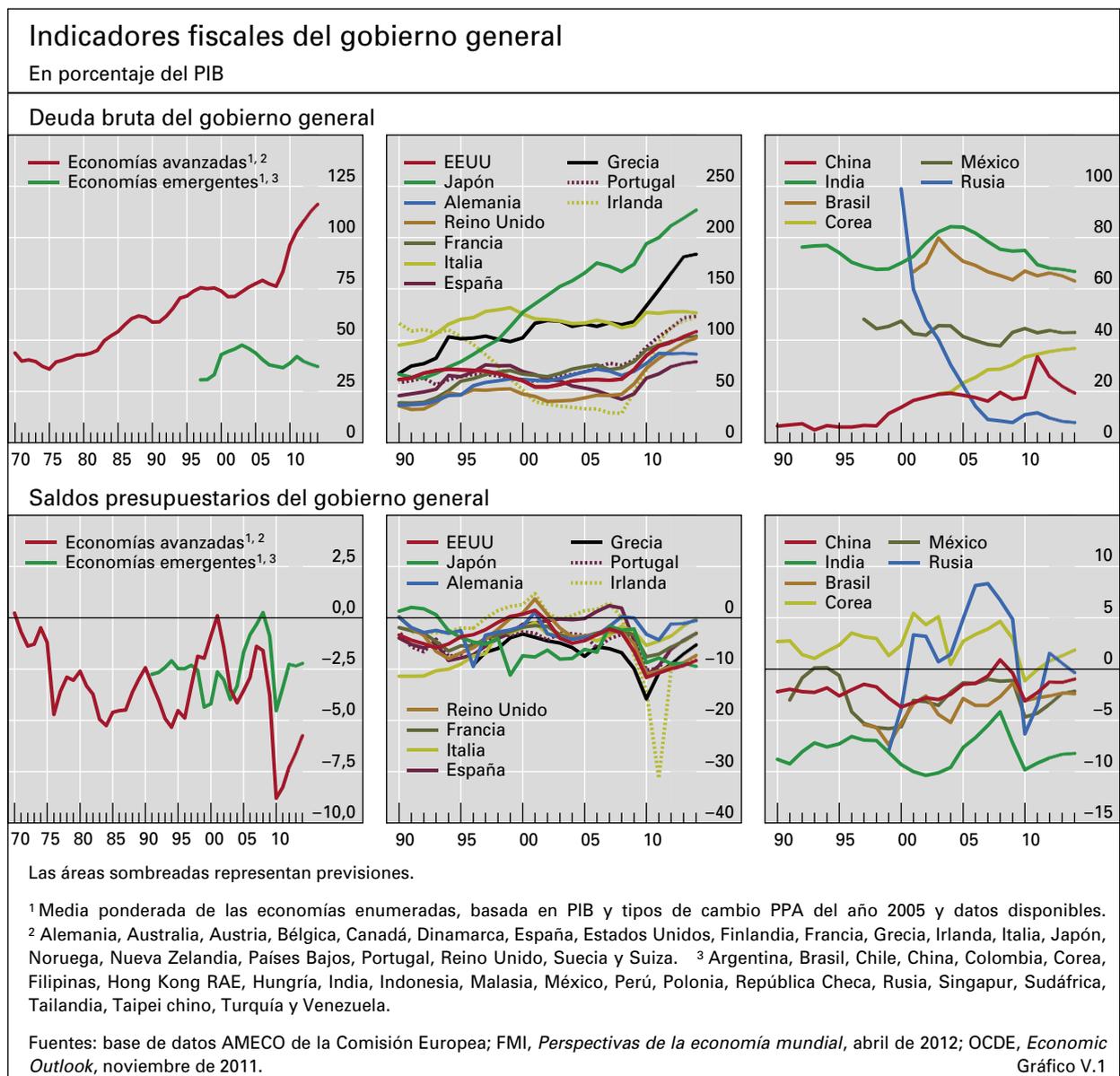
La sección siguiente examina el deterioro de la solvencia crediticia de las emisiones soberanas y sus principales causas, y en secciones posteriores se analizan las consecuencias de ese deterioro y sus implicaciones para el diseño de las políticas económicas.

Por qué y en qué medida han perdido los países la consideración de emisores de activos sin riesgo

Evolución de las finanzas públicas

La sostenibilidad de las finanzas públicas en las economías avanzadas ya era motivo de preocupación mucho antes de que se iniciara la reciente crisis financiera. En las economías avanzadas, los niveles explícitos de deuda pública (el cociente entre deuda pública y PIB) no dejaron de aumentar entre mediados de los años 70 y mediados de los 90. Pese a que el endeudamiento se estabilizó en la década siguiente, al combinarse un intenso crecimiento económico mundial con la adopción de medidas de consolidación fiscal en Europa y Estados Unidos, la deuda se mantuvo en niveles muy altos. A raíz de la reciente crisis financiera, los niveles de deuda se dispararon (Gráfico V.1).

Pero los niveles explícitos de deuda pública son solo uno de los muchos factores a tener en cuenta. El panorama fiscal se torna aun más sombrío si se



consideran los aumentos previstos del gasto público en concepto de pensiones y salud debido al envejecimiento de la población¹. En los países desarrollados se prevé un incremento promedio de estas dos categorías de gasto público de 7,9 puntos porcentuales del PIB entre 2010 y 2050².

Además, la situación fiscal de algunas economías avanzadas aparentaba ser mucho mejor debido al auge del crédito y del precio de los activos antes de la crisis. Los gobiernos de algunos países, y muy especialmente los de España e Irlanda, se vieron inducidos a una falsa sensación de seguridad ante un aumento de la recaudación tributaria que resultó propiciada exclusivamente por un auge financiero insostenible³. El consiguiente incremento temporal de los ingresos tributarios generados por los sectores financiero e inmobiliario dio a las cuentas públicas un impulso de alcance extraordinario comparado con el que cabe esperar en ciclos normales de expansión económica, lo cual llevó a las autoridades a sobreestimar los saldos estructurales (véase el recuadro)⁴. Esta situación alentó, a su vez, políticas fiscales de corte más expansivo, que se revelaron peligrosas cuando el auge financiero se convirtió en un colapso.

En apariencia, las economías de mercado emergentes (EME) presentan una situación fiscal mucho mejor que las economías avanzadas. En general, los déficits presupuestarios y la deuda pública (en proporción del PIB) de estas economías permanecieron en niveles mucho más bajos (Gráfico V.1) y, en promedio, su relación entre deuda pública y PIB se ha reducido desde 2010.

No obstante, la situación fiscal subyacente de las EME podría no ser en todos los casos tan sólida como aparenta. Según se observa en el Gráfico V.1, sus posiciones fiscales muestran una considerable dispersión. Las EME tienen menor capacidad para atender el servicio de su deuda que las economías avanzadas debido a varios factores, entre otros su historial de suspensión de pagos y una menor capacidad recaudatoria. Al igual que sus homólogos de las economías avanzadas, los gobiernos de numerosas economías de mercado emergentes se enfrentan a fuertes aumentos del gasto público en pensiones y en salud (un promedio de 7,0 puntos porcentuales del PIB entre 2010 y 2050) debido al envejecimiento de la población⁵. Además, las finanzas públicas de algunas EME ofrecen una imagen excesivamente favorable debido al auge del crédito y del precio de los activos (véase el Capítulo III).

¹ Véanse S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The future of public debt: prospects and implications», *BIS Working Papers*, n° 300, marzo de 2010, y FMI, *Global Financial Stability Report*, abril de 2012, capítulo 4.

² Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005 de las economías avanzadas enumeradas en la nota 2 al pie del Gráfico V.1 cuando existan estimaciones en FMI, Departamento de Finanzas Públicas, *The challenge of public pension reform in advanced and emerging economies*, diciembre de 2011, y en FMI, Departamento de Finanzas Públicas, *Macro-fiscal implications of health care reform in advanced and emerging economies*, diciembre de 2010.

³ Véase J. Suárez, «The Spanish crisis: background and policy challenges», *CEPR Discussion Papers*, n° 7909, julio de 2010.

⁴ Véase también BPI, *81° Informe Anual*, junio de 2011, Capítulo II.

⁵ Media ponderada basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005 para las economías emergentes enumeradas en la nota 3 al pie del Gráfico V.1 en los casos en que hay estimaciones disponibles en FMI, Departamento de Finanzas Públicas, 2011, op. cit., y FMI, Departamento de Finanzas Públicas, 2010, op. cit.

Ciclo financiero, producto potencial y saldos presupuestarios ajustados por el ciclo

El calibrado de las políticas macroeconómicas se basa en las estimaciones del producto potencial o sostenible, que permiten a las autoridades distinguir entre fluctuaciones cíclicas y tendencias a más largo plazo. La diferencia entre el producto efectivo y el potencial se conoce con el nombre de «brecha de producto». No obstante, el producto potencial no puede observarse directamente. Este recuadro explica cómo puede utilizarse la información sobre el ciclo financiero para obtener este tipo de estimaciones y su aplicación para medir los saldos presupuestarios estructurales.

Para estimar el producto potencial y las correspondientes brechas de producto se han utilizado distintas metodologías. El planteamiento más común consiste en derivar, a partir del producto efectivo, la tendencia de largo plazo, a través de procedimientos puramente estadísticos aplicados a las series temporales del producto efectivo (p. ej., el filtro Hodrick-Prescott, HP). Se trata de un planteamiento sencillo, pero que no se apoya en información adicional sobre las relaciones económicas. Otros enfoques se basan más en modelos y presentan diferencias significativas en cuanto a la información económica que contienen. El tipo de información más habitual tiene que ver con la relación entre la «holgura» de la capacidad productiva y la inflación (curva de Phillips): la idea básica es que la inflación varía en función de la magnitud de la brecha de producto. Otros métodos comunes van más allá e incluyen también información sobre la función de producción de la economía.

Un rasgo distintivo de los enfoques actuales es que no incorporan información sobre el ciclo financiero. Sin embargo, existen buenas razones para pensar que las condiciones de los mercados financieros pueden tener hondas repercusiones sobre el producto, en especial durante periodos en los que el crédito y los precios de los activos sobrepasan los niveles sostenibles, generando desequilibrios financieros. Una evolución así, por ejemplo, podría ir acompañada de unos patrones de inversión y consumo que, con el tiempo, producirían asignaciones muy inadecuadas del producto y el *stock* de capital. Estos auges insostenibles, aunque a corto plazo parezcan benignos, pueden socavar a largo plazo el producto sostenible. A medida que avanzan, el producto sobrepasa cada vez más los niveles sostenibles.

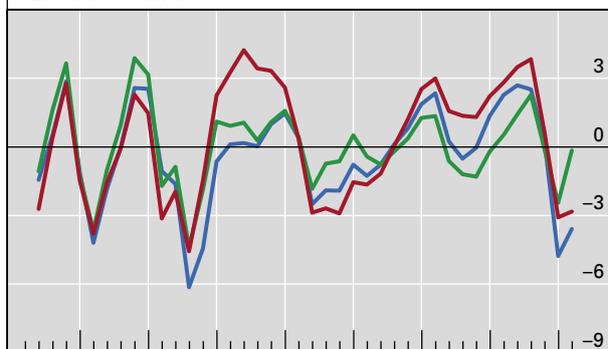
Para abordar esta cuestión, ampliamos el método estadístico más utilizado para calcular el producto potencial (el filtro HP), de modo que incluya información sobre el ciclo financiero. Para facilitar la exposición, solo tenemos en cuenta la información procedente de agregados crediticios[®]. Más concretamente, utilizamos como aproximación general a las condiciones financieras la tasa de variación del crédito al sector privado ajustado por la inflación con relación a su media muestral. Paulatinamente, vamos incrementando la ponderación de esta variable, a medida que la relación entre crédito y PIB supera los niveles históricos normales, lo que indica una evolución insostenible o la acumulación de desequilibrios financieros.

A efectos ilustrativos, el Gráfico V.A.1 compara las brechas del producto basadas en el crédito para Estados Unidos y España con las brechas obtenidas mediante la aplicación del filtro HP estándar y las calculadas por la OCDE con el enfoque de la función de producción. El Gráfico V.A.1 indica que las estimaciones de la brecha de producto basadas en el crédito apuntan a un nivel de producto potencial

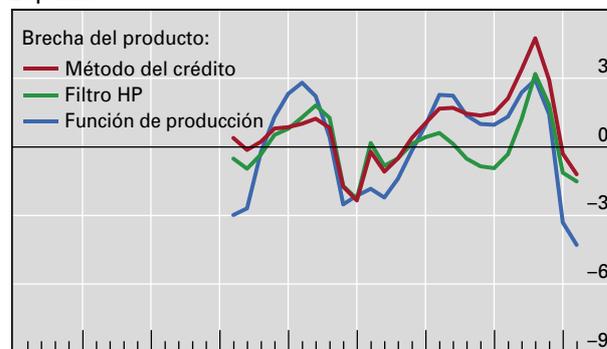
Distintas estimaciones de la brecha del producto

En puntos porcentuales

Estados Unidos



España



Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, noviembre de 2011; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico V.A.1

muy inferior durante los auges de crédito insostenibles que precedieron a las recientes crisis financieras en ambos países. En cambio, los distintos métodos ofrecen resultados muy similares para los periodos en los que el crédito fluctuó dentro de intervalos más estrechos, desempeñando por tanto un papel menos determinante. Es el caso, por ejemplo, de lo ocurrido en los años 70 en Estados Unidos, un periodo de regulación más estricta de los mercados financieros.

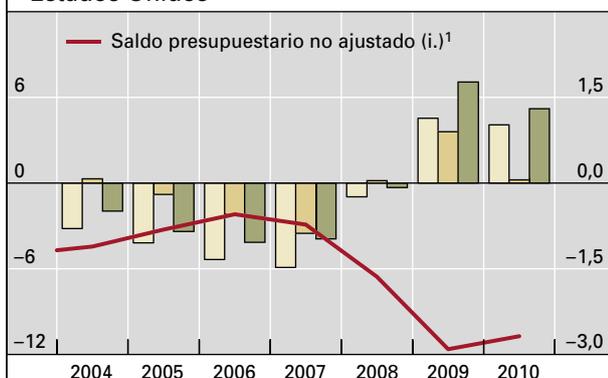
A fin de evaluar la trascendencia económica de las diferencias entre las estimaciones de la brecha de producto, utilizamos las estimaciones para ajustar por el ciclo los saldos presupuestarios de los gobiernos. Para calcular estas posiciones estructurales se requieren estimaciones de la elasticidad de varias categorías de impuestos y gastos públicos en relación con la brecha de producto. Para ello, utilizamos los cálculos de la OCDE². Nótese que no realizamos un ajuste por los efectos adicionales que puedan tener los auges de los precios de los activos sobre los ingresos públicos. Así pues, las diferencias entre las posiciones fiscales ajustadas por el ciclo reflejan únicamente las existentes en las estimaciones de la brecha de producto.

El Gráfico V.A.2 muestra los saldos presupuestarios sin ajustar de Estados Unidos y España, junto con las correcciones cíclicas implícitas en las distintas estimaciones de la brecha de producto. En este contexto, una diferencia de más de medio punto porcentual suele considerarse económicamente significativa. El gráfico pone de manifiesto que las diferencias entre las estimaciones basadas en el crédito y las demás suelen ser de esta magnitud. Asimismo, las posiciones ajustadas por el ciclo basadas en el crédito son inferiores durante auges del crédito insostenibles, lo que corrobora la opinión de que estos auges mejoran de manera ficticia las cuentas públicas, como han confirmado acontecimientos posteriores.

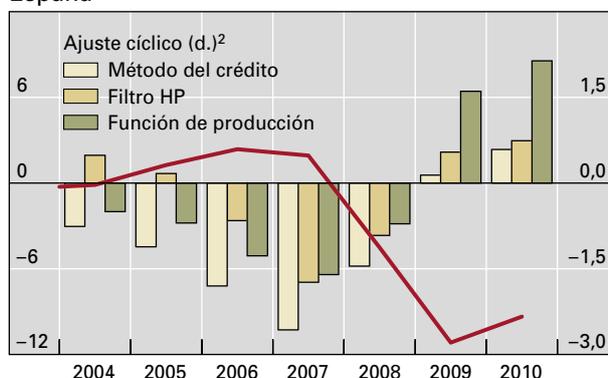
¹ Un análisis más detallado incluiría también información sobre los precios de los activos, en especial sobre los precios inmobiliarios (p. ej. Capítulo 3 y Drehmann, M., C. Borio y K. Tsatsaronis (2011), "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, de próxima publicación. Más información técnica sobre la obtención de las estimaciones en C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, de próxima publicación. ² N. Girouard, y C. André, (2005): «Measuring Cyclically Adjusted Budget Balances for OECD Countries», *OECD Economics Department Working Papers*, n° 434.

Saldos presupuestarios y ajustes cíclicos

Estados Unidos



España



¹ En porcentaje del PIB. ² Corrección cíclica del saldo presupuestario no ajustado implícita en las distintas estimaciones de la brecha del producto. En puntos porcentuales.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, noviembre de 2011; cálculos del BPI.

Gráfico V.A.2

Un indicador de sostenibilidad fiscal, la brecha fiscal, mide la variación de los saldos fiscales primarios ajustados por el ciclo que se necesitaría para que la relación entre la deuda pública y el PIB retornara a un nivel sostenible en un determinado horizonte temporal⁶. Si bien hay opiniones divergentes sobre el

⁶ Se trata de un indicador aproximado imperfecto, ya que la sostenibilidad fiscal también depende de factores que no quedan reflejados en la brecha fiscal.

nivel óptimo de esa relación, los datos empíricos muestran, aunque solo como orientación básica, que el crecimiento se ve perjudicado si supera el 85%⁷. De ser correcto, y considerando la experiencia reciente, esto indicaría que la deuda pública debería ser muy inferior al 85% del PIB para crear cierto margen de maniobra para aplicar una política fiscal anticíclica y permitir que la deuda pública aumente durante una recesión.

A título ilustrativo, y considerando dicho margen de maniobra, se podría tomar como parámetro de referencia a largo plazo una relación de 50%, por ejemplo, que se alcanzaría en 2050. Partiendo de esta cifra como orientación básica, y considerando los aumentos previstos del gasto público en pensiones y en salud, en la mayoría de economías avanzadas sería necesario que el saldo primario ajustado por el ciclo mejorara de inmediato en un 3% del PIB o más, en comparación con los niveles proyectados para 2012⁸, con base en estimaciones de la OCDE (Cuadro V.1)⁹. En 2012 este indicador de la brecha fiscal es particularmente elevado —superior al 8% del PIB— para los casos de Estados Unidos, Irlanda, Japón y el Reino Unido. La brecha fiscal de Canadá, Francia y los Países Bajos no es mucho menor, oscilando entre el 5,4% y el 6,3% del PIB. En Grecia, Italia y Portugal la brecha fiscal es más reducida, situándose entre el 2,6% y el 3,3% del PIB, principalmente debido a que, como resultado de las recientes medidas de consolidación fiscal, para 2012 se prevé un mayor superávit primario ajustado por el ciclo. Suecia es el único país de la muestra donde, de acuerdo con este indicador, no es necesario un ajuste. Las amplias brechas fiscales de muchas economías avanzadas muestran que se requieren fuertes ajustes presupuestarios para recuperar la estabilidad fiscal.

La vulnerabilidad de las posiciones fiscales depende de las tendencias fiscales y macroeconómicas de largo plazo, pero también de la distribución de las carteras de títulos de deuda pública (Gráfico V.2). Si no cambian los demás factores, una mayor proporción de inversión nacional en deuda pública, como en Brasil y Japón, puede permitir mantener de manera temporal un mayor nivel de deuda como proporción del PIB, porque es menos probable que una fuga de capitales del exterior tenga repercusiones graves, y porque los pagos de intereses representan una carga menor sobre la renta nacional. Asimismo, una mayor participación de inversores oficiales del exterior, para una proporción dada de inversión extranjera en deuda pública, como en Estados Unidos, puede suponer costes de endeudamiento público más estables, ya que es menos probable que los inversores oficiales extranjeros reaccionen ante noticias macroeconómicas de corto plazo o ante un incremento brusco de la aversión mundial al riesgo.

⁷ Véase S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», *BIS Working Papers*, n° 352, septiembre de 2011.

⁸ Sobre la base de proyecciones realizadas en 2011.

⁹ Véanse OCDE, «Fiscal consolidation: How much is needed to reduce debt to a prudent level?», *OECD Economics Department Policy Notes*, n° 11, abril de 2012, y R. Merola y D. Sutherland, «Fiscal consolidation: Part 3. Long-run projections and fiscal gap calculations», *OECD Economics Department Working Papers*, n° 934, enero de 2012, incluidos los detalles de los supuestos en que se basan las proyecciones.

Evolución de las brechas fiscales

En puntos porcentuales

	Brecha fiscal ¹		Contribución a las variaciones en las brechas, 2007–2012 ²		
	2007 ³	2012	Variación del saldo primario subyacente	Variación de la deuda	Variación del interés sobre deuda
Japón	7,4	12,2	2,6	1,7	0,4
Nueva Zelanda	3,2	9,6	5,5	0,8	0,1
Estados Unidos	3,8	9,4	5,0	1,2	-0,5
Luxemburgo	9,3	9,3	0,0	0,0	0,0
Irlanda	3,1	8,6	2,3	2,3	1,0
Reino Unido	6,5	8,5	1,9	1,2	-1,1
Países Bajos	5,4	6,3	1,0	0,3	-0,4
Bélgica	4,6	6,0	1,5	0,3	-0,4
Finlandia	3,8	5,7	1,4	0,4	0,1
Canadá	3,5	5,5	2,5	0,4	-0,9
Francia	4,8	5,4	0,3	0,9	-0,5
Eslovaquia	4,9	5,2	-0,8	0,7	0,4
Alemania	4,1	4,8	1,2	-0,1	-0,4
Polonia	1,9	4,7	1,7	0,6	0,5
Austria	3,5	4,6	0,9	0,5	-0,3
República Checa	5,0	4,6	-1,2	0,7	0,1
Corea	4,3	4,3	0,0	0,0	0,0
España	3,1	4,2	0,7	0,7	-0,3
Hungría	6,6	3,5	-3,1	0,1	-0,1
Grecia	7,8	3,3	-6,3	1,4	0,4
Australia	2,4	3,2	0,5	0,5	-0,2
Portugal	4,2	3,0	-1,9	0,5	0,2
Italia	3,7	2,6	-1,0	0,1	-0,3
Suiza	2,2	2,2	0,0	0,0	0,0
Dinamarca	1,7	2,0	0,1	0,1	0,1
Suecia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

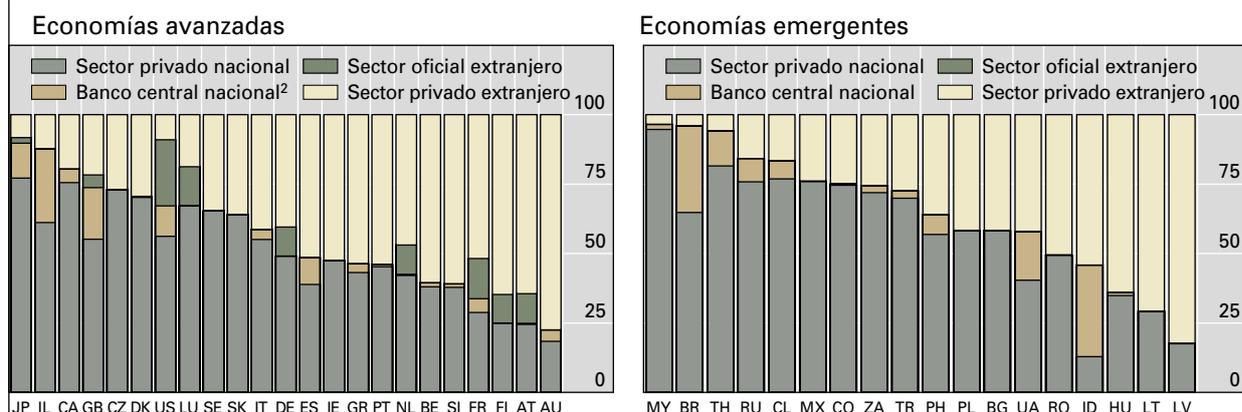
¹ Incremento inmediato del saldo primario subyacente (en porcentaje del PIB) necesario para que los pasivos financieros brutos alcancen el 50% del PIB en 2050; incluye costes de salud y de cuidado a largo plazo, así como los aumentos previstos en el gasto por pensiones. ² La contribución de las variaciones se calcula como la diferencia respecto de las brechas fiscales en una simulación base, en la que se supone que el gasto en pensiones, salud y cuidado a largo plazo se mantiene como una proporción constante del PIB. Una contribución negativa implica que la posición fiscal subyacente mejoró o que la tasa de interés de la deuda pública cayó entre 2007 y la proyección de 2012. ³ La brecha fiscal implícita tiene en cuenta el efecto sobre la brecha fiscal de 2012 de la posición fiscal subyacente, los niveles de deuda y las tasas de interés en 2007.

Fuentes: OCDE, «Fiscal Consolidation: how much is needed to reduce the debt to a prudent level?», *OCDE Economics Department Policy Note*, n° 11, abril de 2012. Cuadro V.1

Las posiciones de inversión internacional netas también pueden influir en la estabilidad fiscal. Los países más afectados por la crisis de deuda soberana de la zona del euro presentan una posición neta de inversión internacional muy negativa en relación con su PIB. Al final de 2011, la posición de Portugal era la más negativa (-108% del PIB), seguida de Irlanda (-95%), España (-86%) y Grecia (-73%). En cambio, el fuerte signo positivo de la posición neta de inversión internacional de Japón (51%) contribuye a reducir la vulnerabilidad de su situación fiscal, pese a que la deuda pública de ese país representaba el 212% del PIB en 2011.

Tenencias de deuda pública¹

En porcentaje del total en circulación



AT = Austria; AU = Australia; BE = Bélgica; BG = Bulgaria; BR = Brasil; CA = Canadá; CL = Chile; CO = Colombia; CZ = República Checa; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; HU = Hungría; ID = Indonesia; IE = Irlanda; IL = Israel; IT = Italia; JP = Japón; LT = Lituania; LU = Luxemburgo; LV = Letonia; MX = México; MY = Malasia; NL = Países Bajos; PH = Filipinas; PL = Polonia; PT = Portugal; RO = Rumanía; RU = Rusia; SE = Suecia; SI = Eslovenia; SK = Eslovaquia; TH = Tailandia; TR = Turquía; UA = Ucrania; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

¹ Datos T4 2011 para Estados Unidos y el Reino Unido; T3 2011 para Brasil y España; T2 2011 para Australia, Francia, Israel y Japón; T1 2011 para Alemania; T2 2011 para el resto de economías emergentes; y T4 2010 para el resto de economías avanzadas. Se refiere a la deuda bruta del Gobierno general, excepto para Australia (títulos de deuda pública del *Commonwealth*, incluidas letras del Tesoro), Canadá (bonos y títulos a corto plazo del Gobierno de Canadá), Francia (títulos de deuda negociable), Israel (deuda pública negociable), Japón (bonos del Gobierno central; también incluye Japan Post Bank, participada al 100% por J.P. Holdings, íntegramente participada a su vez por el Gobierno), España (deuda negociable del Gobierno central), Reino Unido (*gilts* del Gobierno central) y Estados Unidos (títulos del Tesoro, incluida deuda no negociable). ² No incluye el BCE.

Fuentes: FMI, *Monitor Fiscal*, abril de 2012, y *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2012; OCDE, *Economic Outlook*, noviembre de 2011; Banco Mundial, *Quarterly External Debt Statistics*; cálculos del BPI. Gráfico V.2

Repercusión de la crisis financiera en las posiciones fiscales

La crisis financiera causó un profundo deterioro de las finanzas públicas en las economías avanzadas, siendo el endeudamiento público mayor ahora que en 2007 en prácticamente todo el mundo desarrollado (Gráfico V.1). Y aunque en las EME la deuda pública no aumentó en la misma medida, tampoco estas economías escaparon a ese deterioro.

Cabe evaluar el efecto marginal de la crisis financiera y de sus secuelas en la sostenibilidad de las finanzas públicas analizando de qué forma han evolucionado las brechas fiscales. En varias de las principales economías avanzadas (por ejemplo, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido), la brecha fiscal se amplió mucho ante el incremento de los déficits fiscales y de la deuda como consecuencia de la crisis (Cuadro V.1). En España e Irlanda, a pesar de los planes recientes de consolidación fiscal, también se ha ampliado entre 2007 y 2012. En ambos casos, la ampliación de la brecha fiscal obedeció prácticamente en igual medida al aumento de la deuda pública y de los déficits fiscales primarios ajustados por el ciclo.

Diversos factores explican los elevados déficits fiscales en que incurrieron los gobiernos en respuesta a la crisis. El componente no discrecional de los presupuestos públicos se redujo al mermar los ingresos tributarios y aumentar el gasto de carácter automático. Numerosos gobiernos aprobaron amplios

paquetes de estímulo fiscal para contrarrestar la desaceleración económica e, inmediatamente después de la crisis, muchas autoridades soberanas también proporcionaron apoyo a entidades financieras con sede en sus jurisdicciones mediante programas de compra de activos, inyecciones directas de capital y avales sobre su deuda. En muchos casos se trató de programas de respaldo financiero de gran cuantía, cuyo coste inicial llegó al 55% del PIB¹⁰. Asimismo, como ya se analizó, en los países donde antes de la crisis se había registrado un auge del crédito y de precios de los activos los ingresos tributarios se redujeron mucho más de lo que resulta normal ante una desaceleración cíclica de la actividad económica.

Repercusión del deterioro de la solvencia soberana en el sistema financiero

La crisis ha encadenado una serie de interacciones adversas entre los riesgos bancario y soberano. La debilidad del sistema financiero ha perjudicado a las finanzas públicas, al tiempo que el deterioro de la percepción de solvencia de los emisores soberanos ha debilitado a las instituciones financieras.

La percepción de un menor grado de solvencia soberana ha afectado al sector financiero por varias vías¹¹. Ha deprimido el valor de mercado de los títulos de deuda pública en poder de los bancos y ha reducido la disponibilidad de activos de garantía de alta calidad, lo cual ha repercutido negativamente en las condiciones de financiación para los bancos (como se analiza en la sección siguiente y en el Capítulo VI). Asimismo, al percibirse una menor capacidad de los emisores soberanos para proporcionar respaldo al sistema financiero, los costes de endeudamiento de las instituciones financieras han aumentado. Esta consecuencia ha sido más visible en España, Grecia, Italia y Portugal, donde la percepción de un menor apoyo oficial a los bancos durante el último año ha provocado rebajas de las calificaciones que incluyen el efecto de las ayudas públicas («*all in*»)¹². Por último, al percibirse que las emisiones soberanas han dejado de ser activos sin riesgo, la deuda pública se ha convertido en un sustituto más cercano de la deuda bancaria en las carteras de inversión, con el consiguiente riesgo de que la primera sustituya a la segunda. Aunque este efecto se aplica a la totalidad de los prestatarios privados, afecta más a los bancos debido a sus elevadas necesidades de financiación.

Los precios de mercado reflejan claramente el mayor riesgo creado por esas interacciones adversas. Los diferenciales de CDS bancarios y soberanos muestran una correlación considerablemente mayor desde comienzos de 2010 no solo dentro del mismo país, sino también en muchos casos entre distintos países. Por ejemplo, el coeficiente de correlación entre las variaciones diarias de los diferenciales franceses entre los CDS de bancos y de deuda soberana aumentó de 0,38 en 2008–09 a 0,79 en 2010–11. En el mismo periodo, los coeficientes de correlación de los diferenciales de CDS bancarios y soberanos

¹⁰ Véase C. Borio, B. Vale y G. von Peter, «Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?», *BIS Working Paper*, n° 311, junio de 2010.

¹¹ Véase un análisis adicional en Comité sobre el Sistema Financiero Global, «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», *CGFS Publications*, n° 43, julio de 2011.

¹² Véase N. Tarashev, «Diferentes causas de las recientes rebajas de calificación crediticia de los bancos», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2011.

también aumentaron en Alemania (de 0,33 a 0,66), España (de 0,38 a 0,71), Italia (de 0,53 a 0,78) y el Reino Unido (de 0,34 a 0,71).

Reacciones ante el deterioro de la solidez fiscal de los emisores soberanos

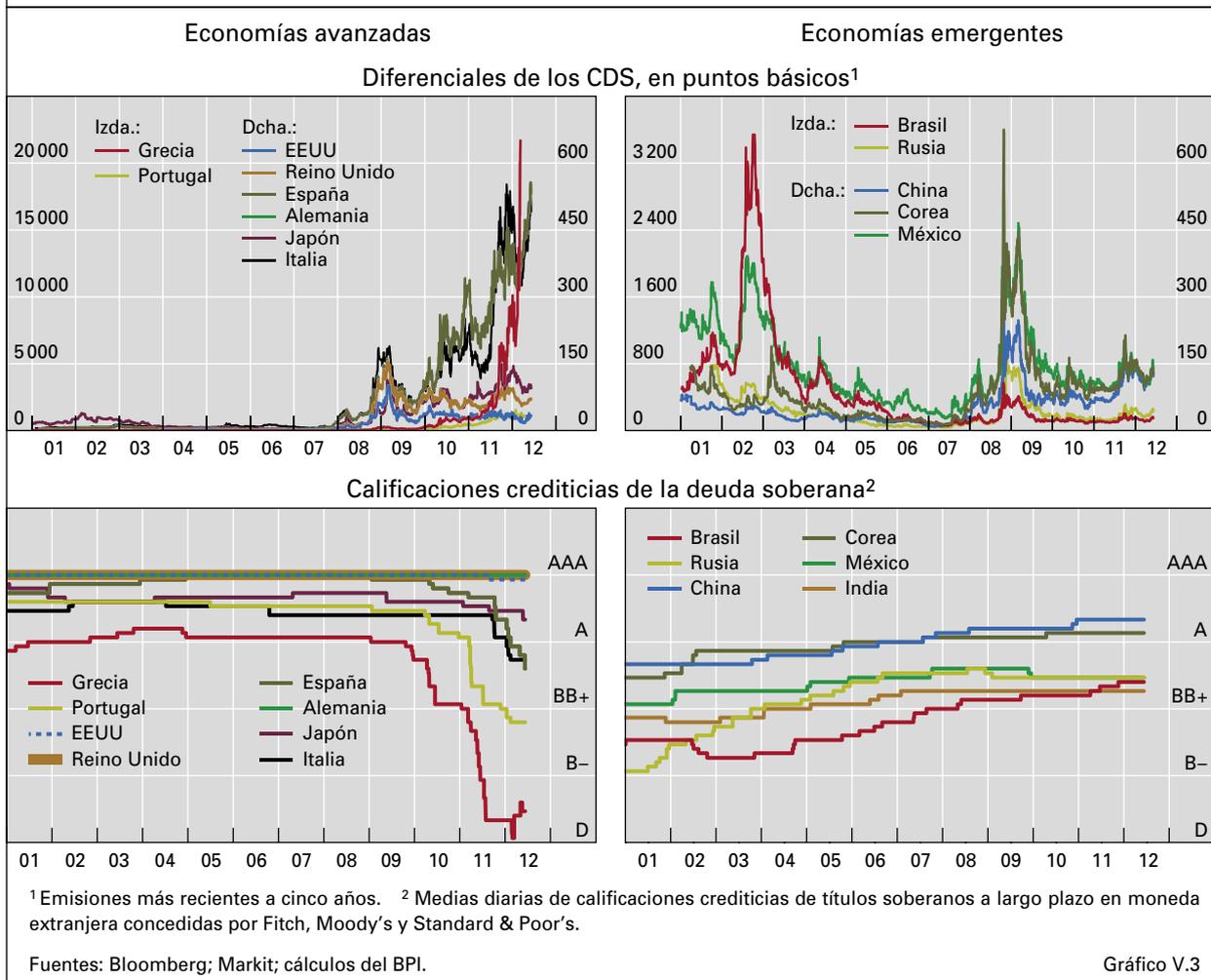
En los dos últimos años, el coste de endeudarse a largo plazo de los países ha aumentado considerablemente en muchas economías avanzadas, aunque no para todas. La preocupación por la solvencia de los emisores soberanos ha afectado especialmente a algunos países de la zona del euro. En Grecia, Irlanda y Portugal el rendimiento de la deuda pública a diez años registró un fuerte incremento en 2010. En Grecia y Portugal se disparó en 2011 y a final de año alcanzaba el 35,0% y 13,4%, respectivamente. Tras haber quedado prácticamente excluidos de los mercados, los gobiernos de estos tres países solicitaron apoyo oficial. El coste de endeudarse a largo plazo de España e Italia, cuya deuda pública rondaba conjuntamente los 2,7 billones de euros en 2011, ascendía al 6,6% y el 5,9%, respectivamente, al final de mayo de 2012. En cambio, para esa misma fecha el rendimiento de la deuda pública a diez años de Alemania, Estados Unidos y Japón había bajado al 1,2%, 1,6% y 0,8%, respectivamente, al buscar los inversores seguridad en esos títulos.

Como reflejan los precios de los derivados de crédito, el aumento del riesgo de crédito soberano fue aún más generalizado. Los diferenciales de los CDS de deuda soberana de muchas economías avanzadas alcanzaron niveles sin precedentes hacia finales de 2011 y, pese a reducirse algo a principios de 2012, siguen siendo muy altos (Gráfico V.3, panel superior izquierdo). Estos diferenciales aumentaron incluso en mercados de deuda que se beneficiaron del repliegue hacia inversiones seguras y de una reducción de los costes de endeudamiento.

El deterioro de la percepción de solvencia de las economías avanzadas también indujo a una rebaja generalizada de las calificaciones crediticias (Gráfico V.3, panel inferior izquierdo). Incluso Estados Unidos, el emisor de la moneda de reserva internacional más utilizada en el mundo, sufrió una rebaja de la calificación crediticia de su deuda soberana por parte de Standard & Poor's en agosto de 2011, ante la imposibilidad del comité bicameral para la reducción del déficit del Congreso de Estados Unidos de alcanzar un acuerdo sobre una estrategia firme a medio plazo para reducir la deuda pública. Como en el caso de los precios de mercado, la rebaja de la calificación puede haber obedecido no solo al deterioro de las finanzas públicas inducido por la crisis, sino también a una revisión del riesgo soberano, que llevó a asignar un mayor grado de riesgo a escenarios que antes de la crisis se estimaban sostenibles.

La actitud de los mercados y de las agencias de calificación ante las EME ha sido más positiva. Los diferenciales de los CDS de la deuda soberana de las principales EME se mantuvieron relativamente estables en los dos últimos años y, pese a aumentar en el segundo semestre de 2011, se situaban muy por debajo de sus máximos de 2008–09 (Gráfico V.3, panel superior derecho). Asimismo, en el último decenio las calificaciones de riesgo de las EME han mostrado una tendencia ascendente, conducente a cierta convergencia con las calificaciones de economías avanzadas (Gráfico V.3, panel inferior derecho).

Diferenciales de CDS soberanos y calificaciones de la deuda



Sin embargo, el panorama no se presenta uniforme. Algunas economías emergentes de menor tamaño se han visto afectadas por una revisión a la baja de su calificación en los últimos años. Para otras, las calificaciones crediticias y los costes de endeudamiento prácticamente no han variado pese a su rápido crecimiento económico. Por último, para muchos países asiáticos emergentes las calificaciones crediticias son ahora inferiores a las de antes de la crisis financiera asiática de 1997.

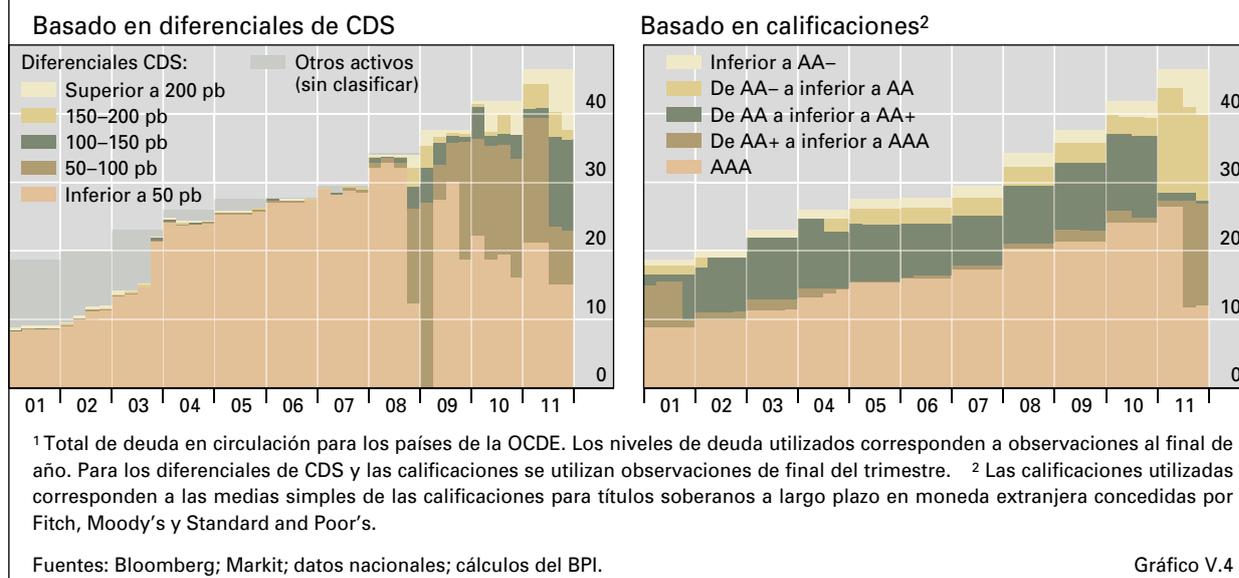
Efectos de la pérdida del carácter sin riesgo de la deuda pública

El deterioro de la solvencia soberana tiene importantes efectos no deseados. En concreto, socava la estabilidad financiera y la credibilidad de las políticas macroeconómicas e incrementa los costes de endeudamiento para el sector privado.

El hecho de que las emisiones soberanas pierdan su carácter de activos sin riesgo incide negativamente en la estabilidad financiera. Los gobiernos cuya deuda acarrea riesgo no pueden proporcionar al sistema financiero un

Perfil de riesgo de crédito del conjunto de deuda del gobierno general¹

En billones de dólares de EEUU



respaldo fiable, que es el fundamento último de la estabilidad. Asimismo, los intermediarios financieros y los agentes privados con aversión al riesgo se ven privados de activos de inversión que constituyen una valiosa alternativa para preservar su capital y generar estabilidad en tiempos de tensión, pudiendo utilizarse incluso como garantías. De hecho, el perfil de riesgo de crédito de la deuda pública se ha deteriorado significativamente a escala mundial, tal como queda reflejado tanto en los diferenciales de CDS (Gráfico V.4, panel izquierdo) como en las calificaciones crediticias (panel derecho). Como resultado, el conjunto de valores de deuda pública «seguros» en el mundo se ha achicado, al tiempo que, ante el repliegue hacia la seguridad, la demanda de estos títulos ha aumentado, originando una fuerte escasez de activos seguros en el sistema financiero mundial.

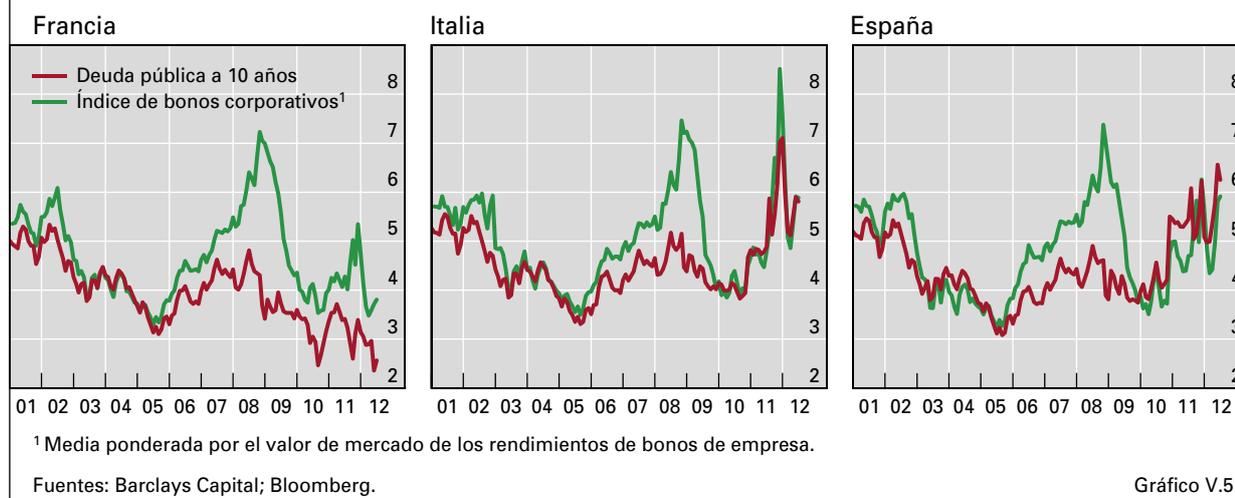
El mayor grado de riesgo de la deuda soberana debilita la estabilidad macroeconómica también a través de su efecto sobre las políticas fiscales y monetarias. Reduce el margen para aplicar políticas fiscales de estabilización anticíclicas y puede minar la credibilidad de la política monetaria al suscitar inquietud sobre el condicionamiento que impone la situación fiscal y sobre la monetización de la deuda pública¹³. A su vez, esto podría romper el anclaje de las expectativas de inflación y desestabilizar el cuadro macroeconómico.

Por último, el deterioro de la percepción de solvencia de un prestatario soberano eleva los costes de financiación para casi todos los prestatarios del sector privado dentro de su jurisdicción. Las tasas de interés de los bonos públicos establecen de hecho un límite inferior a los costes de endeudamiento

¹³ Véase también BPI, «Threat of fiscal dominance?», *BIS Papers* n° 65, mayo de 2012.

Rendimientos de la deuda pública y de los bonos corporativos

En porcentaje



de la mayoría de estos prestatarios¹⁴, al tiempo que muestran alta correlación con dichos costes (Gráfico V.5), sobre todo durante las crisis¹⁵.

Cómo lograr que la deuda pública vuelva a ser una inversión sin riesgo

Los gobiernos de numerosas economías avanzadas tendrán que mejorar sensiblemente sus resultados fiscales para encauzar sus finanzas hacia una trayectoria sostenible y para infundir renovada confianza en su situación fiscal. Esta es una condición *sine qua non* para recuperar un crecimiento sostenible y exigirá realizar un ejercicio de consolidación fiscal eficaz y quebrar el círculo vicioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano.

En varias economías avanzadas ya se ha iniciado el proceso de consolidación fiscal (véase el Capítulo II), pero aún queda mucho por hacer. Según estimaciones de la OCDE, en las economías avanzadas los déficits fiscales primarios ajustados por el ciclo cayeron, en promedio, al 4,1% del PIB en 2011, y se espera que se reduzcan al 3,1% en 2012 y al 2,1% en 2013. En promedio, en 2011 estos déficits también han sido menores en las economías emergentes, pero se espera que apenas disminuyan ligeramente en los próximos dos años¹⁶. Sin embargo, muchos de los países que aplicaron medidas para reducir el déficit no alcanzaron la meta fijada para el déficit total como proporción del PIB debido a que el crecimiento económico fue menor que el esperado al tiempo que el déficit superó las previsiones.

¹⁴ Entre las pocas excepciones se incluyen normalmente las grandes empresas multinacionales cuyos ingresos y operaciones están diversificados a escala internacional.

¹⁵ Véase G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier y J. Mueller, «Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability», *IMF Working Papers* n° 12/33, enero de 2012.

¹⁶ Véase FMI, *Monitor Fiscal*, abril de 2012.

Los mercados financieros pueden facilitar, aunque también entorpecer, la recuperación de la sostenibilidad fiscal. Si por un lado la disciplina de mercado puede crear incentivos para la consolidación fiscal, por otro los mercados financieros pueden exhibir una excesiva tolerancia ante los problemas fiscales durante demasiado tiempo, y reaccionar demasiado tarde. Para emprender la consolidación fiscal, por tanto, las autoridades económicas no deben esperar a que los mercados emitan señales indicativas de esos problemas.

Los gobiernos deberían poner en práctica de inmediato reformas de los sistemas de pensiones y de salud, a fin de reducir sus pasivos contingentes a largo plazo e infundir confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En muchas economías avanzadas se requieren fuertes ajustes de los presupuestos públicos y profundas reformas del sector público para recuperar la sostenibilidad fiscal. El calendario específico de las medidas y su intensidad dependerán necesariamente de las circunstancias propias de cada país. Pero si la consolidación fiscal se retrasa, la confianza podría verse debilitada, con el consiguiente mayor coste del endeudamiento. En el caso de algunos países, la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas se ha deteriorado tanto que en estos momentos la única opción viable es emprender de inmediato la consolidación fiscal. En estos casos, estimular la confianza es esencial para revitalizar el crecimiento económico.

En cuanto a la secuencia óptima que se recomienda para las medidas de consolidación fiscal, hay puntos de vista divergentes. Estas diferencias de opinión responden en parte a la incertidumbre sobre el valor efectivo de los multiplicadores fiscales, que puede depender de la situación de la economía y de limitaciones que afecten a la política monetaria. Según estudios recientes, estos multiplicadores pueden ser mayores cuando las brechas del producto son negativas y la política monetaria se ve restringida por el límite inferior cero de las tasas de interés, como ocurre actualmente en las principales economías avanzadas¹⁷. Aun así, en una recesión originada en problemas de estructura de balances sectoriales, los multiplicadores fiscales pueden ser menores que en recesiones normales. En particular, en una recesión tal, es probable que los agentes sobreendeudados —en este caso principalmente los hogares— destinen una proporción mayor de cada unidad de ingreso adicional a reducir su deuda que a aumentar su gasto discrecional.

Esto también implica que al planificar la consolidación fiscal debería considerarse la posibilidad de utilizar el espacio fiscal disponible para facilitar la recomposición de los balances de los sectores financiero y no financiero, cuando resulte necesario. En los países con problemas para recomponer los balances del sector privado, habría que crear espacio fiscal para resolverlos, sin comprometer por ello el proceso más amplio de consolidación fiscal y de reducción de la deuda (véanse los Capítulos III y VI).

¹⁷ Véanse A. Baum, M. Poplawski-Ribeiro y A. Weber, «Fiscal multipliers and the state of the economy», *IMF Working Papers*, de próxima publicación; J. DeLong y L. Summers, «Fiscal policy in a depressed economy», mimeografía, marzo de 2012; y R. Barrell, D. Holl e I. Hurst, «Fiscal consolidation: Part 2. Fiscal multipliers and fiscal consolidations», *OCDE Economics Department Working Papers*, n° 933, febrero de 2012.

Es importante que las autoridades influyan sobre las expectativas de los agentes económicos y los mercados financieros alentándoles a adoptar una perspectiva que no se limite al corto plazo. Para ello habrán de comunicar con claridad cuál es el probable efecto de las medidas de consolidación fiscal planificadas para diversos horizontes temporales. Los estudios al respecto parecen indicar que la restricción presupuestaria afecta a la actividad económica solo de manera transitoria¹⁸.

Dotar de mayor flexibilidad a la economía contribuiría a amortiguar los eventuales efectos adversos a corto plazo sobre el PIB y a acelerar el retorno a un crecimiento sostenible a más largo plazo. Las políticas estructurales, incluida la reforma de los mercados de productos y de trabajo, revisten especial importancia, por cuanto pueden facilitar la reasignación de recursos, apuntalar la competitividad e impulsar el crecimiento de la productividad.

A más largo plazo, es preciso que las autoridades económicas tomen medidas para quebrar el círculo vicioso entre el sector financiero y el riesgo soberano. Una medida clave es alentar a los bancos a crear colchones de capital y liquidez —un elemento prioritario en las reformas de la regulación en curso (véase el Capítulo VI)—, lo cual reduciría la probabilidad de que los gobiernos hubieran de acudir de nuevo en su rescate. También es esencial que los gobiernos actúen con especial prudencia en los tiempos de bonanza y creen defensas fiscales adecuadas, para que el Gobierno pueda proporcionar respaldo al sistema financiero en caso necesario sin comprometer su propia solvencia (véase la sección anterior). Por último, las ponderaciones de riesgo de los títulos de deuda pública en manos de los bancos deberían basarse en una evaluación realista del riesgo de crédito soberano, según promueve el método basado en calificaciones internas (IRB) establecido en las normas de Basilea. Hacerlo así desalentaría a los bancos a concentrar excesivamente sus carteras en deuda pública. Contrariamente a los principios que inspiran dicho método, muchos bancos y supervisores han asignado una ponderación de riesgo cero a los bonos públicos nacionales, aumentando así el incentivo para mantener este tipo de activos en sus carteras¹⁹.

Los países menos afectados por la crisis financiera, entre los que se cuentan muchas economías de mercado emergentes, podrían aprovechar la oportunidad para encauzar sus finanzas públicas hacia una senda sostenible a largo plazo. De esta manera estarían mejor preparados para hacer frente a la presión generada por un futuro aumento del gasto público en pensiones y en salud como resultado del envejecimiento de la población, y dispondrían de más margen de maniobra para aplicar políticas fiscales anticíclicas en el futuro.

¹⁸ Véanse K. Clinton, M. Kumhof, D. Laxton, y S. Mursula, «Budget consolidation: short-term pain and long-term gain», *IMF Working Papers* n° 10/163, julio de 2010; C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton, D. Muir y S. Mursula, «Global Effects of Fiscal Stimulus during the crisis», *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n° 5, 2010; y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, capítulo 3, octubre de 2010.

¹⁹ Por ejemplo, una directiva de la UE establece una ponderación de riesgo cero para los bonos públicos de los países miembros denominados y financiados en la moneda nacional. Véase H. Hannoun, «Sovereign risk in bank regulation and supervision: where do we stand?», discurso pronunciado ante la reunión de alto nivel del Instituto para la Estabilidad Financiera, Abu Dhabi, Emiratos Árabes Unidos, 26 de octubre de 2011.

Resumen

La deuda pública ha ido perdiendo su carácter de activo sin riesgo a un ritmo alarmante. En numerosas economías avanzadas, la situación fiscal ya era insostenible antes de declararse la crisis financiera, y ésta provocó un mayor debilitamiento. El deterioro de las finanzas públicas ha socavado la estabilidad financiera, la credibilidad de las políticas fiscales y monetarias, y el normal funcionamiento de los mercados financieros, al tiempo que ha incrementado los costes de endeudamiento para el sector privado. A fin de restablecer unas posiciones fiscales sostenibles, es preciso aplicar medidas eficaces de consolidación fiscal, promover el crecimiento a largo plazo y quebrar el círculo vicioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano.

VI. Evolución del sector bancario tras la crisis

La reciente crisis financiera ha dejado varias cosas claras para los participantes en los mercados y también para los reguladores responsables de salvaguardar la estabilidad financiera. La primera es que los bancos gestionaron mal sus posiciones de liquidez, tanto a nivel nacional como internacional, y no supieron procurarse fuentes estables y diversificadas de ingresos ni contener los costes. Otra es que la opacidad de los balances dificultó seriamente el análisis del riesgo, impidiendo advertir a tiempo la fragilidad de las reservas de capital bancarias. Los problemas que aquejaron a la banca impusieron considerables pérdidas a los inversores en el sector bancario, paralizaron la intermediación financiera y arrastraron a la economía mundial hacia la recesión. Las lecciones extraídas de la crisis han afectado a la percepción que tienen mercados y analistas sobre las entidades del sector, y han promovido reformas reguladoras que reconfigurarán sus modelos de negocio tras la crisis.

Desde entonces, los bancos se han esforzado por fortalecer su solidez, pero no han logrado superar del todo sus problemas. Los precios en los mercados de renta variable y de deuda indican que, en 2012, la situación general del sector bancario se asemeja a la que siguió al colapso de Lehman Brothers. Con esta perspectiva negativa del mercado y una crisis de confianza entre las propias instituciones financieras, numerosos bancos dependen sobremanera de la financiación del banco central y no están en condiciones de promover el crecimiento económico.

Los responsables de las políticas tienen una función que desempeñar en la tarea de mejorar la solidez del sector bancario. Una prioridad inmediata es que los bancos abrumados por su legado de activos saneen sus balances vía reconocimiento de pérdidas y recapitalización. Esto ayudaría a restaurar la confianza en el sector y restablecería el acceso a los mercados de financiación tradicionales. Al mismo tiempo, las medidas regulatorias deben estar basadas en valoraciones rigurosas y ajustadas al ciclo en las economías de rápido crecimiento, donde la bonanza de los mercados exagera la fortaleza financiera de los bancos y estimula la asunción de riesgo. En el largo plazo, el nuevo marco normativo debería reforzar los incentivos de los bancos para adoptar modelos de negocio que generen beneficios sostenibles y reduzcan la dependencia del apoyo oficial, y que mitiguen el riesgo de que las dificultades financieras traspasen las fronteras.

Este capítulo pasa revista al estado actual del sector bancario y analiza las condiciones necesarias para que su desempeño futuro sea sólido. Después de hacer un análisis de mercado sobre la evolución del sector tras la crisis, examina los balances bancarios y sus fuentes de rentabilidad. Buena parte del análisis se basa en una muestra de 100 bancos compuesta por entidades con actividad internacional de economías avanzadas y por grandes bancos representativos de mercados emergentes. A continuación, el capítulo

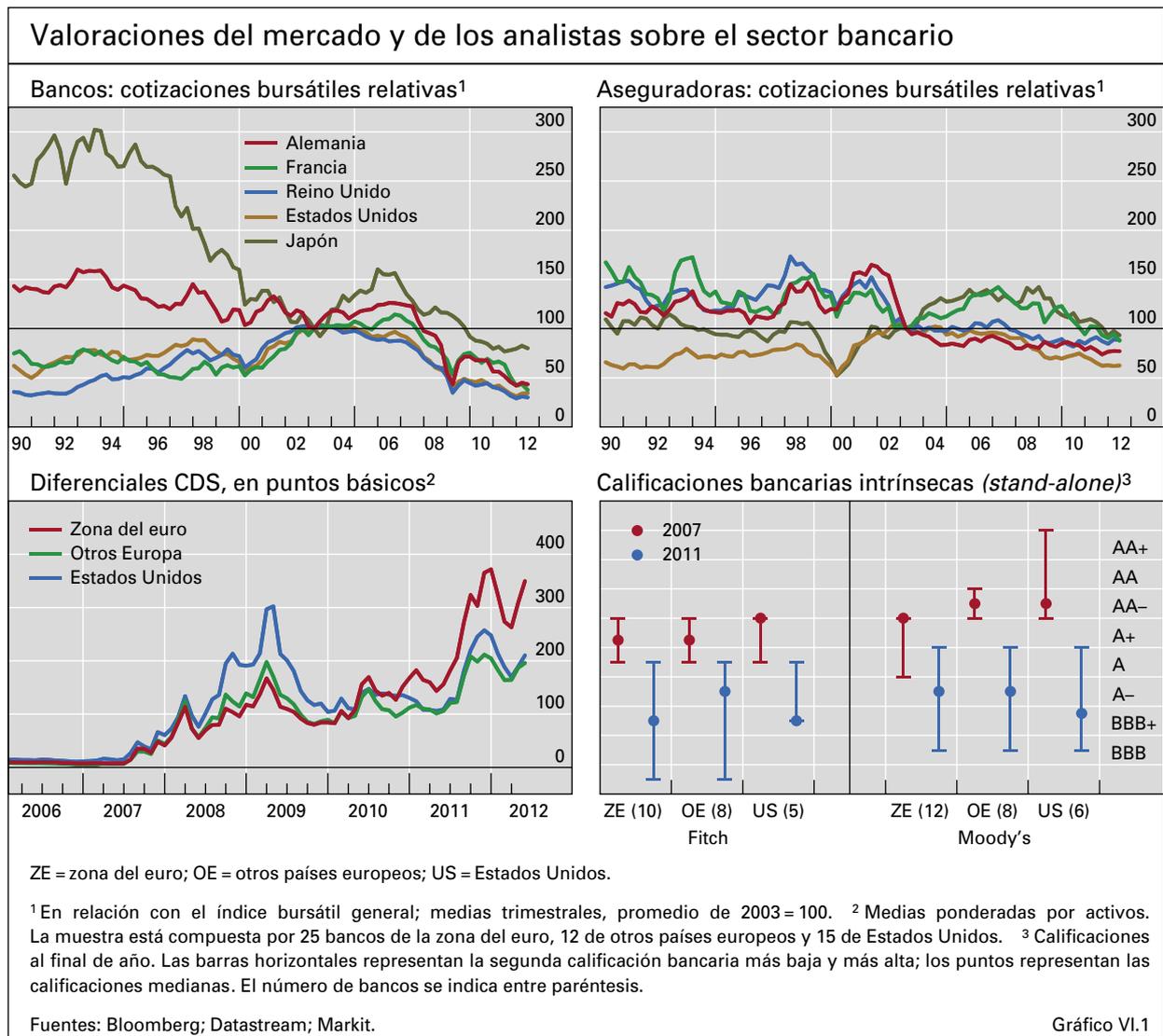
recomienda políticas que las autoridades podrían adoptar para ayudar a la banca a superar las secuelas de la crisis. El capítulo concluye con una revisión de los retos a los que el sector bancario se enfrenta a largo plazo, prestándose especial atención a su dimensión internacional.

Análisis de mercado del sector bancario

La percepción de los mercados es que la crisis no ha terminado. La inquietud por la vulnerabilidad del sector bancario continúa deprimiendo las cotizaciones bursátiles y ampliando los diferenciales en los mercados de deuda. El apoyo oficial solo ha proporcionado un alivio parcial.

Valoraciones del mercado bursátil

Hasta mediados de 2012, las cotizaciones bursátiles aún indicaban un estado de escepticismo general sobre el sector bancario. Comparadas con un índice más amplio, las acciones bancarias habían mejorado poco y en ciertos casos incluso habían empeorado desde finales de 2008 (Gráfico VI.1, panel superior



izquierdo). Por contra, el *sector asegurador* salió mejor parado en el mismo periodo, pese a unas tasas de interés muy bajas que aumentan el valor presente de sus pasivos (Gráfico VI.1, panel superior derecho).

Considerando un horizonte temporal más dilatado, los mercados siempre han diferenciado entre los distintos bancos, premiando con una reducción en el coste de captación de recursos propios a las entidades con mejor base de capital. Es un resultado lógico del modo en que los inversores gestionan la relación rentabilidad-riesgo en sus carteras, pues el capital capaz de absorber pérdidas mejora la resistencia de la banca y asegura su acceso continuado a los mercados de financiación. Con datos recopilados desde 1990 para 50 entidades negociadas activamente, un aumento del coeficiente de recursos propios totales sobre activos totales desde el 2,5% hasta el 5% reduce *ceteris paribus* el coste del capital en 80 puntos básicos¹. En la reciente crisis se mantuvo esta constante y, si acaso, se acentuó levemente.

Valoraciones del mercado de deuda

Los inversores en el mercado de deuda coinciden con los de los mercados de renta variable. Aunque las operaciones extraordinarias de financiación a plazo más largo (OFPML) lanzadas por el Eurosistema a finales de 2011 ayudaron a estrechar los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de los prestamistas de la zona del euro, en la primavera de 2012 volvieron a alcanzar niveles similares o incluso superiores a los posteriores al colapso de Lehman (Gráfico VI.1, panel inferior izquierdo). Lo único que ha cambiado es la percepción del riesgo de crédito *relativo*: si a finales de 2008 se estimaba que la banca estadounidense entrañaba más riesgo, desde 2010 la banca de la zona del euro ha tomado el relevo.

Las agencias de calificación crediticia han señalado también la creciente preocupación por la solvencia de los bancos. Esto se ha hecho evidente en forma de calificaciones «intrínsecas» (*stand-alone*), que valoran la solidez financiera de un banco en ausencia de apoyo oficial. Estas calificaciones no solo se han deteriorado en los últimos cinco años para muchos bancos, sino que indican también crecientes disparidades entre bancos en lo que respecta a solidez financiera (Gráfico VI.1, panel inferior derecho).

Rentabilidad de los bancos y sus fuentes

Las opiniones de mercados y analistas sobre la situación del sector bancario incorporan valoraciones de la rentabilidad de las entidades. Al respecto, cobran especial relevancia los flujos de beneficios que pueden sostener el crecimiento de los activos y proporcionar con ello protección frente a eventos externos adversos. Asegurarse dichos beneficios constituye, para numerosos bancos, un reto clave en el futuro inmediato. (Véase una reflexión sobre el sector bancario paralelo en el Recuadro VI.A de la página 76).

¹ J. Yang y K. Tsatsaronis, «Rendimiento de las acciones bancarias, apalancamiento y ciclo económico», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2012.

Recuadro VI.A: El sistema bancario paralelo

Este recuadro presenta un breve análisis del sistema de intermediación financiera no bancaria («*shadow banking*») y presta especial atención al aumento de su importancia en el ámbito de la intermediación financiera y de las iniciativas de política económica relacionadas. Si bien las definiciones varían, en líneas generales, el concepto de sistema bancario paralelo hace referencia a las actividades financieras llevadas a cabo por entidades financieras *no bancarias* que generan apalancamiento y/o participan en actividades de transformación de vencimientos y liquidez. De este modo, pese a estar sujetos a marcos de regulación diferentes, los bancos tradicionales y las entidades del sistema paralelo operan en un mismo ámbito de actividad. La banca del sistema paralelo existe por razones históricas e institucionales, así como por la rapidez a la que avanza la especialización y la innovación financieras, factores todos ellos que han incrementado el atractivo de llevar a cabo determinados tipos de intermediación financiera fuera del sistema bancario tradicional. En condiciones económicas normales, esta banca «en la sombra» potencia la capacidad de recuperación del conjunto del sistema financiero al ofrecer una serie de productos financieros únicos y una gama de vehículos que les permiten gestionar los riesgos de crédito, liquidez y vencimiento. Sin embargo, en ausencia de las necesarias salvaguardas de carácter prudencial, esta otra banca también genera riesgos que pueden incidir negativamente en la estabilidad financiera.

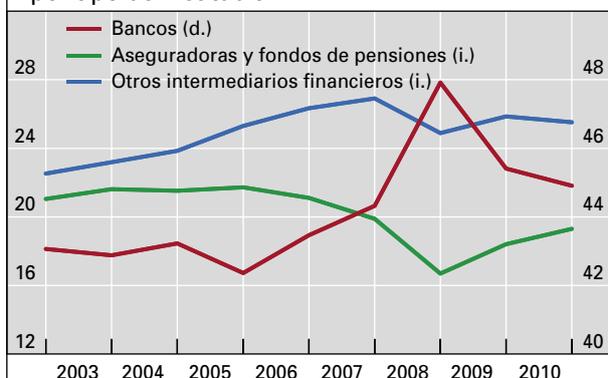
La actividad bancaria paralela puede amplificar los ciclos financieros, dado que suele crecer durante los periodos de expansión y reducirse en las fases de contracción. Este efecto se ha puesto de manifiesto en la crisis financiera internacional y también durante las crisis experimentadas por Suecia y Japón durante los años 90. Actualmente, se habla de que las actividades de intermediación efectuadas por las entidades del sistema paralelo en China están contribuyendo al auge del crédito y del precio de los activos en este país. Durante los periodos de expansión, la banca paralela propicia el aumento del apalancamiento así como los descalces de liquidez y de vencimientos, potenciando así la acumulación de vulnerabilidades. Asimismo, es importante destacar que los riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria a menudo no son identificados por los reguladores y quedan fuera del alcance de las herramientas de las políticas públicas, como los seguros de depósito (fondos de garantía), los requerimientos de liquidez y de capital bancario, y el suministro de financiación por los bancos centrales. Estos riesgos pueden amenazar al sistema bancario tradicional que proporciona al sistema bancario paralelo una serie de servicios como avales, líneas de crédito e inmovilización de activos (*warehousing*) de cara a las actividades de titulización. En los últimos años, algunas de las principales áreas de inquietud en este sentido han incluido la cadena de titulización, los mercados *repo* y la actividad de los fondos del mercado monetario (MMF).

A medida que crece la banca paralela, aumenta la proporción de la intermediación financiera que las autoridades económicas no pueden evaluar y controlar con facilidad. Si bien es cierto que la escasez de datos y la falta de uniformidad de las definiciones estadísticas hacen difícil calibrar el tamaño y el

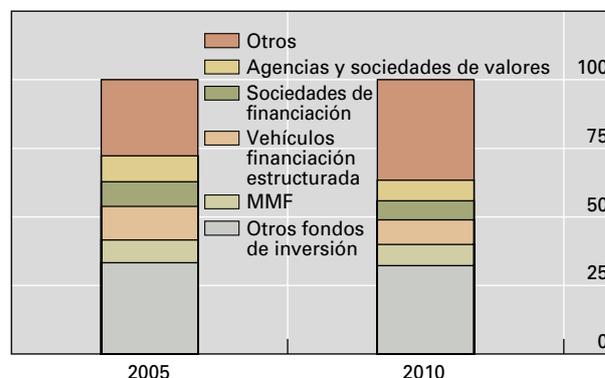
El sistema bancario paralelo: tamaño y composición¹

En porcentaje

Proporción de activos del sistema financiero, por tipo de institución²



Activos de intermediarios financieros no bancarios³



¹ La muestra está compuesta por instituciones de Alemania, Australia, Canadá, Corea, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Países Bajos y el Reino Unido. ² Las cifras no suman 100% porque no se muestran otras categorías. ³ Como proporción de los activos financieros totales no mantenidos por bancos, aseguradoras o fondos de pensiones.

Fuentes: cálculos del FSB; datos nacionales; estadísticas bancarias internacionales del BPI.

Gráfico VI.A

alcance de la actividad bancaria paralela, los indicadores agregados aproximados sugieren que ésta creció durante los años anteriores a la crisis financiera internacional (Gráfico VI.A, panel izquierdo). De acuerdo con los datos recopilados por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), los activos financieros mantenidos por «otros intermediarios financieros» para una muestra de economías avanzadas aumentaron desde aproximadamente 23 billones de dólares en el año 2002, aproximadamente el 23% de los activos totales del sistema financiero, hasta más de 50 billones de dólares (un 27%) a finales de 2007⁹. Si bien el crecimiento de los activos de «otros intermediarios» se ralentizó durante la crisis mundial, debido a una fuerte caída de las actividades bancarias paralelas asociadas a los mercados *repo* y de titulización, su nivel sigue siendo elevado. A finales de 2010, los vehículos de financiación estructurada, las sociedades de financiación, las agencias y sociedades de valores, y los MMF, representaban en conjunto en torno a una tercera parte de estos activos, mientras que otra tercera parte está compuesta por otros fondos de inversión (no MMF) (Gráfico VI.A, panel derecho).

En vista del tamaño de la actividad bancaria paralela y la rapidez a la que avanza la innovación financiera, las recientes iniciativas de política económica se han centrado en efectuar un seguimiento periódico al respecto y realizar intervenciones finalistas que se rigen por principios amplios. El propósito general de estas iniciativas es evitar una acumulación del apalancamiento, así como descalces de liquidez y vencimientos que pudieran incidir negativamente en la estabilidad del sistema financiero. El FSB ya está trabajando para potenciar el seguimiento del sistema bancario paralelo y para examinar la regulación de la actividad de titulización de la banca tradicional, el préstamo de valores y su interacción con los mercados *repo*, los MMF y otras entidades del sistema bancario paralelo. Asimismo, se han puesto en marcha iniciativas para mejorar las normas de presentación de información y para aumentar la información disponible sobre la intermediación financiera no bancaria.

La salida en masa de los MMF durante la crisis y la respuesta específica de las autoridades económicas muestran en qué medida pueden aplicarse los principios generales a estructuras institucionales específicas. A pesar de que los MMF operan en numerosas jurisdicciones, desempeñan una función especialmente destacada en Estados Unidos, donde las empresas y los inversores minoristas recurren a ellas como vehículos de financiación a corto plazo, de gestión de tesorería o de inversión. A mediados de 2011, los activos gestionados por los MMF ascendían a 2,7 billones de dólares en Estados Unidos, 1,5 billones en Europa y cerca de 400 000 millones en el resto del mundo. En virtud de su estructura, la mayoría de los MMF estadounidenses y muchos de los europeos deben mantener un valor liquidativo de sus participaciones (NAV) estable, definido como el cociente entre el patrimonio neto (activo menos pasivo) total del fondo y el número de sus participaciones en circulación. Si bien este tipo de estructura facilita la gestión de la tesorería, también incrementa el riesgo de salida en masa por parte de inversores no asegurados cuando la caída del valor de los activos del fondo amenace con reducir su NAV por debajo de su valor nominal. El temor a dicho riesgo hizo que varios promotores de fondos proporcionaran ayudas de emergencia para sus fondos tanto antes como después de la quiebra de Lehman Brothers⁹. Las autoridades estadounidenses consideraron necesario establecer una serie de medidas de emergencia tras la quiebra de Lehman para evitar que los problemas del sector de los MMF provocaran alteraciones adicionales en el sistema financiero.

El riesgo de reembolsos masivos de participaciones de MMF por parte de inversores no asegurados refleja el descalce subyacente que existe entre la liquidez de los activos de los fondos (que generalmente son activos a corto plazo pero con diversos grados de liquidez) y sus pasivos (que tienen una elevada liquidez dado que la mayor parte de los fondos se comprometen a reembolsar el capital invertido previa solicitud del inversor). En un intento por abordar el riesgo derivado de este desajuste, la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos (SEC) adoptó en 2010 una serie de reglas para reforzar los criterios de riesgo de crédito y de liquidez exigidos a los MMF. Asimismo, los reguladores de los mercados de valores europeos publicaron unas normas armonizadas para los fondos europeos clasificados como MMF.

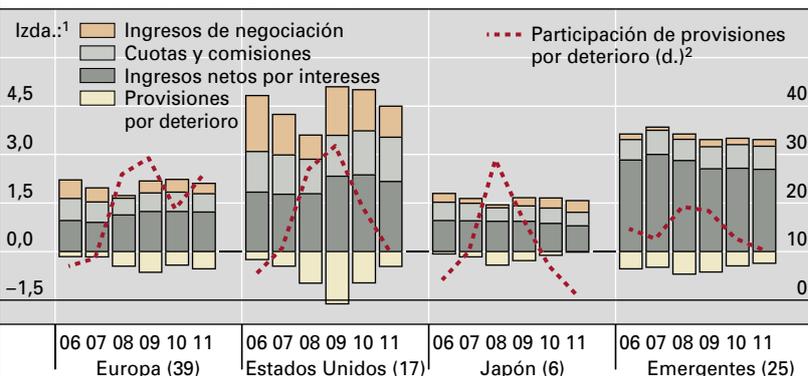
Recientemente, un frente de trabajo del FSB liderado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores ha analizado otras opciones para reforzar la regulación de los MMF. Algunas de las propuestas planteadas son obligar a los fondos a que dispongan de un NAV variable, imponer unos requerimientos de capital a los fondos que deban mantener un NAV constante y aplicar mecanismos de retención («*hold-back*») que limiten los reembolsos cuando exista un gran número de peticiones de reembolso simultáneas. En la práctica, este tipo de propuestas, si finalmente son implementadas, acercaría la regulación de los MMF a la regulación de los bancos tradicionales.

⁹ «Otros intermediarios financieros» son aquellos no clasificados como bancos, aseguradoras, fondos de pensiones o entidades financieras públicas en las estadísticas de flujos de fondos. ⁹ Véase N. Baba, R. McCauley y S. Ramaswamy, «Fondos del mercado monetario en dólares de EEUU y bancos no estadounidenses», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009.

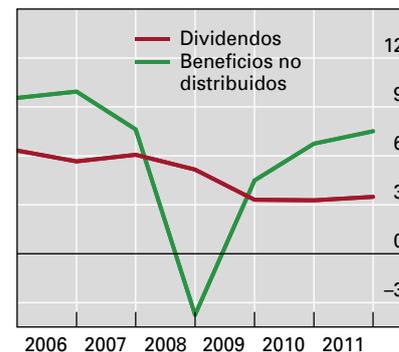
Rentabilidad de los bancos y política de distribución de beneficios

En porcentaje

Contribución al resultado neto



Alisado de dividendos³



¹ En porcentaje de los activos totales; promedios de bancos en una región geográfica o país en particular. El número de bancos en la muestra de 2010 se indica entre paréntesis. Los ingresos netos por intereses, más cuotas y comisiones, más ingresos por actividades de negociación equivalen a los beneficios de operación antes de considerar las provisiones por deterioro. La compensación de las posiciones en derivados, permitida conforme a las normas GAAP de Estados Unidos, aumenta el cociente entre ingresos y activos para los bancos de ese país frente a los bancos que utilizan las normas NIIF y las GAAP de Japón. ² En los beneficios de operación antes de deterioro. ³ En porcentaje del patrimonio neto total. La muestra incluye 82 bancos de todo el mundo en 2010.

Fuentes: Bankscope; estimaciones del BPI.

Gráfico VI.2

El resultado operativo bruto (es decir, antes de ajustar por deterioro de valor) de los bancos con sede en economías avanzadas se ha repuesto desde sus mínimos de 2008 (Gráfico VI.2, panel izquierdo), pero el reducido beneficio de varias entidades grandes en el primer trimestre de 2012 hace cuestionarse la sostenibilidad del crecimiento de los beneficios. Un factor de crecimiento clave entre 2009 y 2011 fue el resultado de la cartera de negociación, que la crisis reveló poco fiable. En cambio, el margen de intermediación o ingresos netos por intereses, que durante la crisis se mantuvo, apenas cambió en el mismo periodo expresado en porcentaje de los activos bancarios.

Lo que diferencia a los bancos de economías de mercado emergentes de sus homólogos en economías avanzadas es su fuerte dependencia del margen de intermediación: los ingresos netos por intereses siempre han representado tres cuartas partes de su resultado operativo bruto, frente a la mitad para sus homólogos de economías avanzadas. Ahora bien, el margen de intermediación de algunas entidades de mercados emergentes podría ser insosteniblemente elevado. Por ejemplo, la banca china ha aumentado su rentabilidad gracias a la imposición de márgenes mínimos oficiales pero, dado que estas prácticas menoscaban la rentabilidad obtenida por los depositantes, el sector se expone a la merma de su base de depósitos a medida que surjan alternativas de ahorro atractivas fuera del sector bancario.

También han surgido diferencias entre la banca de economías avanzadas y de mercado emergentes en lo que respecta a los ajustes por deterioro en operaciones de crédito y préstamo. En el caso de los bancos de Europa, Estados Unidos y Japón, los ajustes pasaron del 30% del resultado operativo bruto en 2008–09 a menos del 20% un año después. En las entidades europeas ese valor repuntó al 25% en 2011, lo que sugiere que su legado de activos aún

pesa sobre sus resultados. En cambio, los ajustes por deterioro de los bancos con sede en mercados emergentes no llegaron al 20% de su resultado operativo bruto entre 2006 y 2011, en un entorno de rápido crecimiento del crédito (Gráfico VI.2, panel izquierdo).

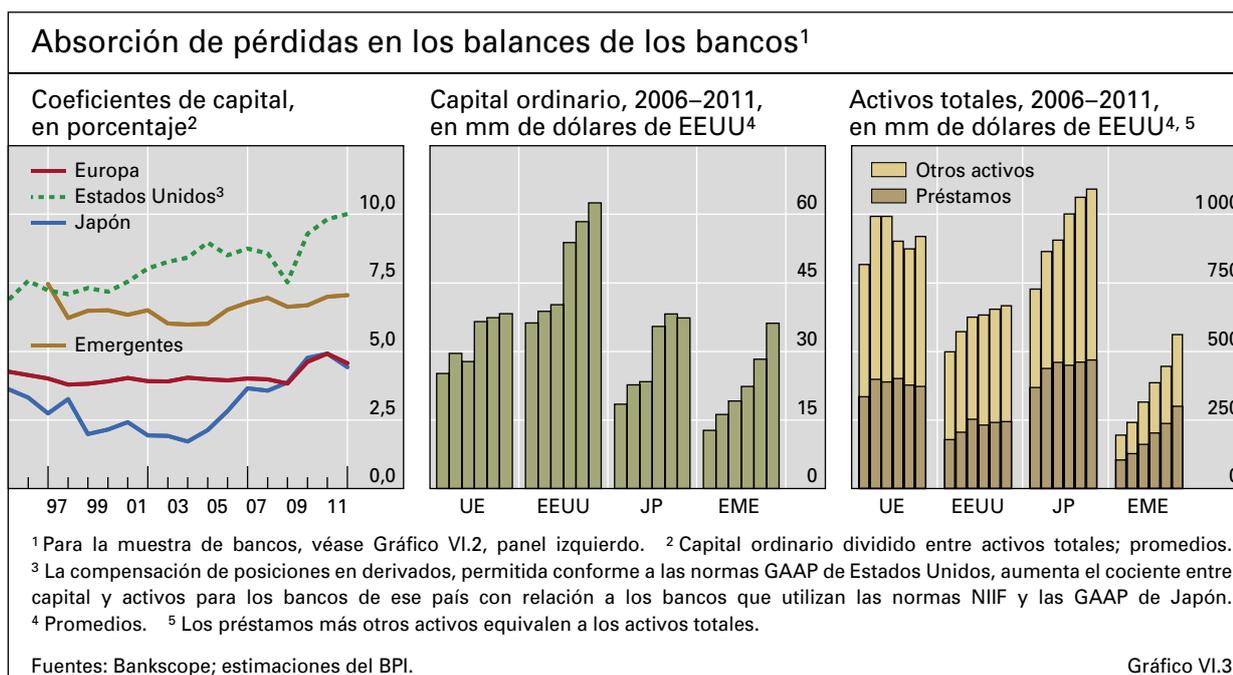
Medidas para reforzar los balances

Nunca se resaltaré bastante la importancia de contar con fuertes colchones de capital y liquidez. En caso de pérdidas, los bancos mejor capitalizados tienen más probabilidad de mantener la solvencia, seguir prestando servicios financieros y proporcionar una adecuada rentabilidad a sus accionistas en el largo plazo. Y cuando se pierde la confianza del mercado, unas posiciones de liquidez bien gestionadas sostienen la intermediación financiera. Aunque el riesgo de liquidez es inherente a la transformación de vencimientos, los bancos estarán en mejores condiciones de controlarlo si recurren en mayor medida a una financiación minorista estable.

Base de capital

Los bancos de todo el mundo han reforzado considerablemente su base de capital en los últimos años (Gráfico VI.3, panel izquierdo). Entre 2008 y 2011, los grandes bancos europeos, estadounidenses y japoneses han incrementado su coeficiente de capital ordinario sobre activos totales en un 20%, 33% y 15%, respectivamente. En el caso de los bancos de mercados emergentes, esa razón ha tendido al alza desde 2004.

Los factores que explican la mejora de los coeficientes de capital difieren en los distintos sistemas bancarios. La banca japonesa, por ejemplo, ha elevado su coeficiente de capital al incrementar su capital ordinario en más del 60%, al tiempo que ampliaba sustancialmente sus balances en un 20% entre



2008 y 2011 (Gráfico VI.3, paneles central y derecho). En cambio, el menor crecimiento de los recursos propios de los bancos estadounidenses y europeos estuvo asociado a una menor expansión de activos en los bancos estadounidenses y a una reducción de activos en el caso europeo. Aunque tal evolución de los balances bancarios ha complicado la recuperación económica mundial, se corresponde con una deseable reducción del sector bancario en el largo plazo.

Mientras el crecimiento de los bancos de economías avanzadas se ha ralentizado, los bancos con sede en mercados emergentes han ido cobrando importancia. Con un capital ordinario en constante aumento, el banco típico en una muestra internacional de grandes entidades de mercados emergentes está a la par con uno estadounidense en términos de volumen de crédito; también ha incrementado considerablemente su cartera de valores (Gráfico VI.3, panel derecho). Los bancos chinos e indios, en particular, ampliaron sus balances aproximadamente un 75% entre 2008 y 2011.

La política tradicional de reparto de beneficios de los bancos, unida a los flujos inestables de ingresos, mina su capacidad de reponer regularmente sus colchones de capital con cargo a beneficios. Aunque los beneficios retenidos han sido positivos desde 2008 (Gráfico VI.2, panel derecho), en gran parte se ha debido a las ganancias en la cartera de negociación, que en momentos de tensión financiera tienden a desaparecer. Además, los bancos han practicado una política de alisado de dividendos, incluso durante la crisis. En 2008, al desplomarse sus resultados, recurrieron a sus reservas de capital, por entonces ya mermadas, para mantener los pagos de dividendos en sus niveles pre-crisis (5% del patrimonio neto contable). Esta práctica podría indicar que los intereses a corto plazo de los accionistas de los bancos estaban reñidos con el objetivo de reducir el riesgo de crédito bancario. También podría reflejar las expectativas de que no faltaría apoyo oficial a los bancos si fuera necesario para mantenerlos a flote.

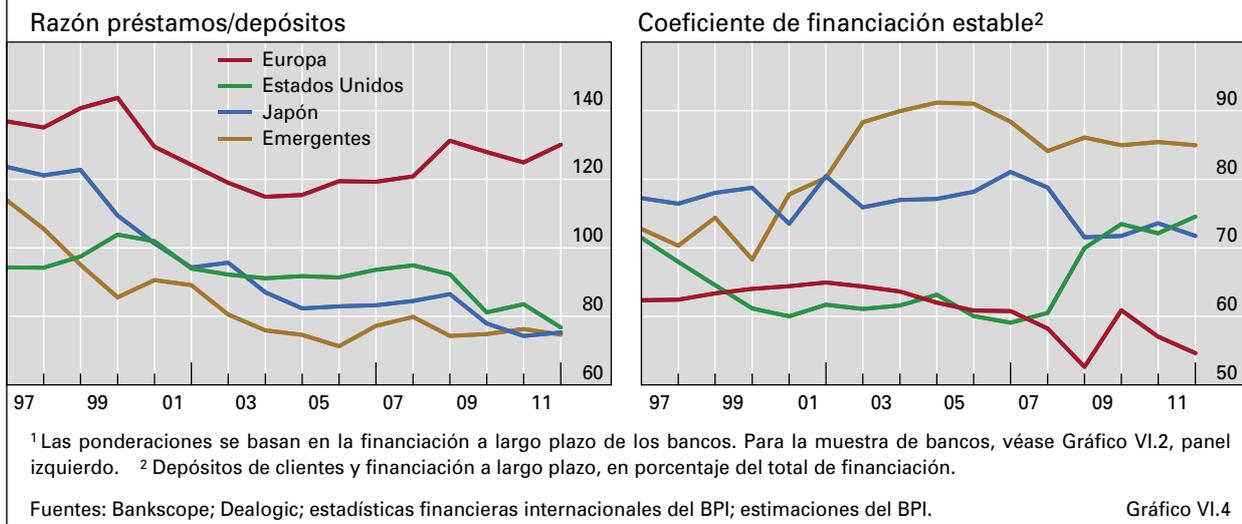
De cara al futuro, los reguladores alentarán a los principales bancos a gestionar su base de capital empleando una gama más amplia de instrumentos, como por ejemplo los bonos convertibles. Ahí se incluyen los bonos «*bail-in*», que protegen a depositantes y contribuyentes al imponer pérdidas a sus tenedores ante una eventual quiebra bancaria, así como bonos convertibles contingentes (*CoCos*), que se convierten en acciones cuando un banco incurre en dificultades al objeto de intentar mantenerlo solvente y en funcionamiento. Varios bancos europeos ya han emitido *CoCos* con activadores de conversión basados en coeficientes de capital regulatorio. El papel que desempeñarán en el futuro este tipo de instrumentos financieros dependerá en gran medida de si logran suscitar una demanda suficiente entre los inversores no bancarios y de si el mecanismo de conversión protege a los bancos emisores frente a conductas especulativas.

Posiciones de liquidez

La dependencia de los bancos europeos respecto de la financiación mayorista, que se reveló volátil durante la crisis, sigue siendo alta. Su relación entre préstamos (típicamente ilíquidos) y depósitos minoristas (estables) aumentó

Liquidez y financiación de los mayores bancos del mundo

Medias ponderadas, en porcentaje¹



durante la crisis hasta situarse en el 130% y apenas se ha reducido desde entonces (Gráfico VI.4, panel izquierdo), lo que contrasta de forma marcada con otros sistemas bancarios que declararon un cociente préstamos/depósitos en torno al 75% en 2011. El coeficiente de financiación estable, es decir la suma de financiación minorista y a largo plazo como porcentaje de la financiación total, dibuja un panorama bastante similar (Gráfico VI.4, panel derecho), lo que sugiere una importante transformación de vencimientos en los balances de los bancos europeos. Al materializarse en el curso de 2011 los riesgos de liquidez asociados, los bancos perdieron el acceso a los mercados de financiación tradicionales en la zona del euro, lo que indujo al Eurosistema a ejecutar OFPML de carácter extraordinario en diciembre de 2011 y febrero de 2012.

Los bancos pronto estarán sujetos a presiones regulatoras para mejorar sus posiciones de liquidez. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) informa de que, a 30 de junio de 2011, aproximadamente la mitad de los 205 bancos incluidos en un estudio de impacto cuantitativo debía realizar ajustes en sus actividades, reducir descalces de plazos o incrementar activos líquidos o su financiación a largo plazo para satisfacer cambios inminentes en los requisitos de liquidez². Estos bancos tenían un déficit de activos líquidos de 1,76 billones de euros (equivalentes al 3% de los activos totales en la muestra agregada) o de 2,78 billones de financiación estable. Por supuesto, los déficits no deben sumarse sin más, ya que adoptar una misma medida podría permitir a un banco satisfacer a la vez diferentes requisitos de liquidez.

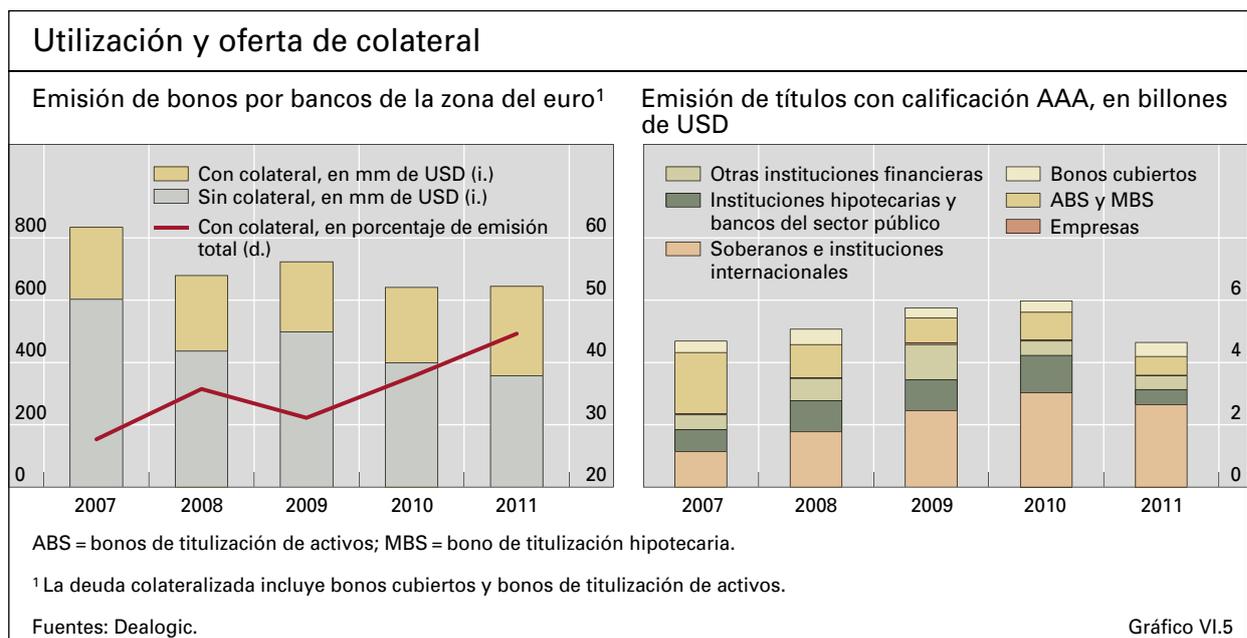
² Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, «Results of the Basel III monitoring exercise as of June 2011», abril de 2012.

Activos sujetos a cargas

La crisis de confianza en los mercados de financiación ha llevado a los bancos a constituir en garantía un mayor porcentaje de sus activos al lanzar nuevas emisiones de deuda. Las entidades europeas, en particular, han otorgado por este medio una mayor protección a los acreedores inquietos por el legado de activos de estos bancos y por sus exposiciones a deuda soberana problemática (Gráfico VI.5, panel izquierdo). Esta práctica, sin embargo, grava activos en el sentido de que, en caso de insolvencia de un banco, dichos activos dejan de estar disponibles para los titulares de deuda no garantizada. Dado que esto eleva el nivel de riesgo de la deuda no garantizada, la deuda garantizada se torna aún más atractiva para los inversores, lo que podría incoar un círculo vicioso. Además, cuando las fuentes de financiación privadas se retiran de los mercados, los bancos recurren a garantías para recabar apoyo oficial, sometiendo sus balances aún más a nuevas cargas.

Estimaciones del sector indican que el 20% de los activos de la banca europea estaban afectados de este modo en 2011, una cifra agregada que refleja el hecho de que algunas entidades han aumentado su dependencia con respecto a los préstamos garantizados de los bancos centrales. Un ejemplo ilustrativo es el sector bancario griego, cuyo porcentaje de activos sujetos a cargas se multiplicó por diez entre 2005 y 2011, hasta alcanzar un tercio de sus activos totales. En el caso de los bancos irlandeses, italianos y portugueses ese porcentaje se duplicó con creces durante el mismo periodo.

Constituir cargas sobre activos también reduce la capacidad del sistema para absorber choques. Cuanto mayor sea el porcentaje de sus activos constituidos en garantía, más vulnerable será un banco ante peticiones de reposición de garantías en caso de depreciarse éstas. Si un evento de alcance sistémico provocase tales peticiones, muchos bancos tendrían que reponer garantías al mismo tiempo. Estos ajustes similares y simultáneos en los balances bancarios socavarían la capacidad de intermediación del sistema bancario.



Mientras la demanda bancaria de activos constituibles en garantías ha ido en aumento, la oferta de garantías primarias de alta calidad da muestras de haberse reducido (Gráfico VI.5, panel derecho; véase también el Capítulo V). Esta circunstancia reforzaría los incentivos para que las empresas reutilizaran garantías, gravando *el mismo* activo primario varias veces con el fin de permitir financiar múltiples inversiones por diferentes instituciones («repignoración»). La posibilidad de constituir segundas garantías sobre un activo ya gravado facilita las transacciones financieras, pero también debilita la estabilidad sistémica, por ejemplo, al reforzar el efecto adverso de atender peticiones simultáneas de reposición de márgenes³.

Retos inmediatos para las políticas

Restablecer la solidez del sector bancario exige aplicar con carácter inmediato medidas encaminadas a restaurar la confianza del mercado en los bancos que atraviesan por dificultades. Además, en las economías que crecen con fuerza, los reguladores deben asegurarse de que la bonanza de sus mercados no provoque una asunción de riesgo que mine su estabilidad financiera.

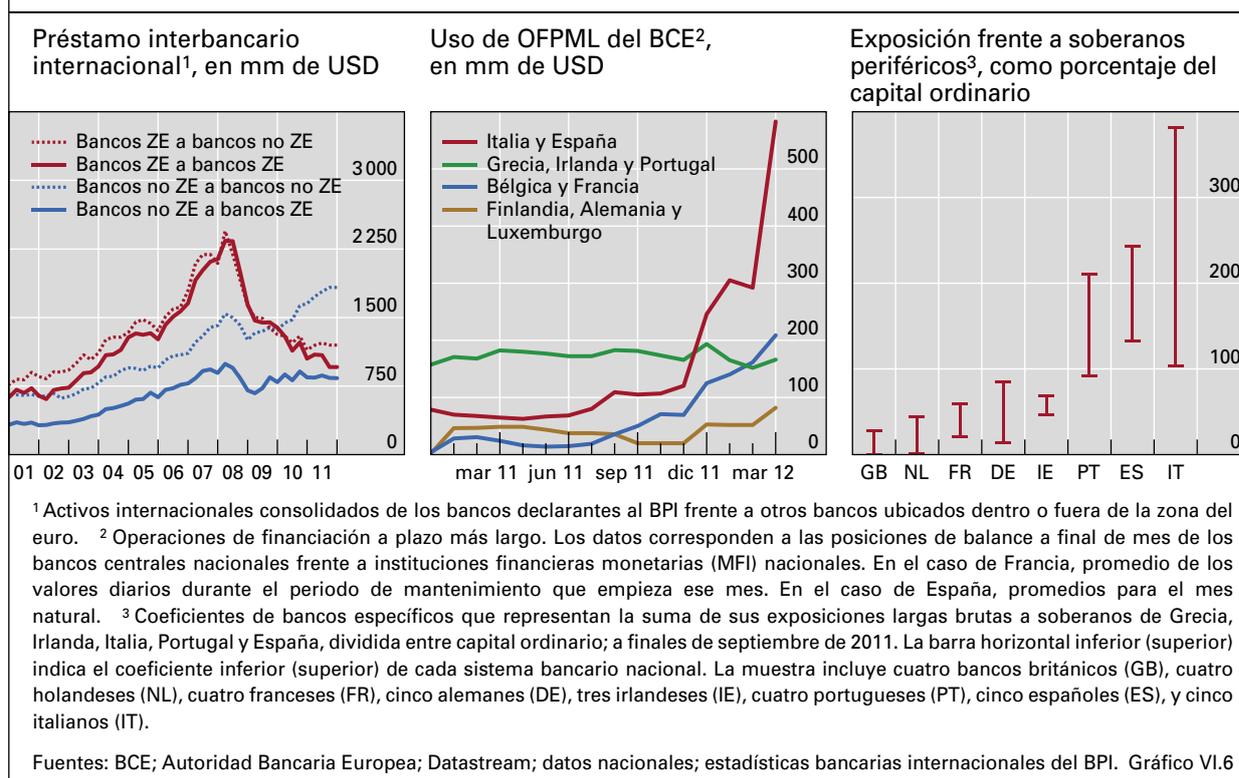
Muchos bancos no se han repuesto aún de la crisis y, por ende, tampoco han recuperado la confianza de los inversores, como demuestra la mayor demanda de garantías por los tenedores de deuda (véase más arriba). Además, unas relaciones precio-valor contable tan bajas como del 50% indican que recientemente los inversores en acciones han estado tan preocupados por el valor subyacente de los activos bancarios como en las peores fases de la última crisis.

Los propios bancos han perdido la confianza entre sí, en especial en la zona del euro. En base consolidada, el préstamo interbancario internacional en el seno de esa región se contrajo drásticamente entre finales de 2008 y de 2011, revirtiendo con ello su expansión no menos brusca entre 2003 y 2008 (Gráfico VI.6, panel izquierdo, línea continua roja). Puesto que los bancos ajenos a la región no han cubierto el vacío dejado (línea continua azul), algunos bancos de la zona del euro han recurrido de manera masiva a la financiación del banco central (panel central).

Las carteras de deuda soberana obstaculizan considerablemente los esfuerzos de los bancos por recuperar la confianza entre sí y la de los mercados en su conjunto. Dentro de este tipo de carteras, la exposición a deuda soberana de países de la periferia de la zona del euro se percibe particularmente como de alto riesgo (Capítulo V). Para muchos bancos de esos países, dichas exposiciones superan con mucho el valor de su capital ordinario (Gráfico VI.6, panel derecho). Las carteras soberanas también son considerables en el caso de grandes sectores bancarios nacionales de otros países de la zona del euro. En consecuencia, poner en orden las finanzas públicas es un paso decisivo para restaurar la solidez del sistema bancario.

³ Véase H. Shin, «Financial Intermediation and the post-crisis financial system», *BIS Working Papers* n° 304, marzo de 2010.

Escasa confianza en el sector bancario



La confianza en el sector bancario también se ve minada por la opacidad de los modelos de calificación crediticia internos de los bancos, que miden el grado de riesgo de los activos y sirven de guía a los bancos para establecer sus niveles de capital. Según un amplio estudio transversal de grandes bancos con dichos modelos internos, al final de 2011 el porcentaje de recursos propios totales sobre activos totales ascendió en promedio al 7%, aunque fue inferior al 4% para una quinta parte de las entidades (consúltese el Gráfico VI.2 para la información muestral). Dadas las diferencias entre balances, la considerable disparidad en el volumen de los colchones de capital podría ser signo de gestión eficaz del riesgo, si los modelos internos fuesen correctos. En cambio, podría evidenciar vulnerabilidad sistémica si algunos modelos mandasen señales demasiado optimistas y avalasen coeficientes bajos de capital sobre activos. Puesto que la reciente crisis puso de manifiesto fallos en esos modelos internos, la evaluación rigurosa de los mismos y la armonización de su aplicación entre jurisdicciones e instituciones se han convertido en prioridades para el BCBS.

Para restaurar la confianza en el sector bancario, también es fundamental que los responsables de las políticas insten a las entidades a acelerar la reparación de sus balances, tomando como ejemplo la exitosa resolución de la crisis nórdica en la década de los 90. Los poderes públicos podrían utilizar el espacio fiscal disponible, si hubiere, para aliviar la presión sobre los bancos. Una vez que éstos reconociesen las pérdidas por activos problemáticos y se recapitalizasen, sus balances serían más sólidos y transparentes, lo que ayudaría a recuperar el acceso a fuentes privadas de financiación no

garantizada, con la consiguiente reducción en las cargas constituidas sobre los activos.

Además, el reconocimiento contable de las pérdidas por activos problemáticos realinearía los incentivos de los bancos con el objetivo de fomentar el crecimiento económico sostenible. La crisis bancaria de Japón en la década de los 90 puso de manifiesto que los bancos pueden tener un interés a corto plazo en mantener préstamos problemáticos en su balance, confiando en su eventual recuperación. A menudo, esto implica ofrecer condiciones ventajosas a los prestatarios en dificultades para mantenerlos a flote el mayor tiempo posible. Entre tanto, la entidad obtiene beneficios con los recargos impuestos a los deudores con mayor capacidad de pago. Tales prácticas distorsionan los precios relativos y conducen a una deficiente asignación del crédito. En 2011 había indicios de este tipo de prácticas en el Reino Unido, estimándose que afectaban a un tercio del crédito a empresas y a un 5–10% del crédito a particulares, así como en la zona del euro (véase también el Capítulo IV)⁴.

Los inversores en bancos deberían asumir las pérdidas que conlleve sanear los balances, lo que dotaría de mayor credibilidad a los compromisos oficiales de ir retirando el apoyo público prestado a la banca. A su vez, la pérdida de apoyo público reforzaría la disciplina del mercado, al ofrecer a los inversores privados un incentivo para prestar más atención a la solidez intrínseca de los bancos.

Pese a los buenos resultados de los bancos con sede en países emergentes, su fortaleza subyacente también suscita algunas preguntas. Evocando lo sucedido en las economías avanzadas en vísperas de la reciente crisis, algunas economías de mercado emergentes han experimentado un crecimiento excesivo del crédito y de los precios de los activos (véase el Capítulo III) que ha inflado los beneficios de sus bancos. Las dudas sobre la sostenibilidad de estos auges lógicamente llevan a cuestionar la sostenibilidad de los resultados bancarios. Así pues, la tarea de las autoridades en economías de mercado emergentes es asegurarse de que la política prudencial refleja una evaluación rigurosa, durante todo el ciclo, del nivel de riesgo asumido por los bancos.

Retos a largo plazo para el nuevo modelo de negocio bancario

Para tener éxito a largo plazo, los bancos tendrán que adaptarse a un nuevo entorno financiero a partir de lo aprendido en la reciente crisis. Un desafío clave partirá de la creciente demanda de activos constituibles en garantías. Al cobrar mayor relevancia la función de las entidades de contrapartida central,

⁴ Para un análisis de la experiencia japonesa, véanse J. Peek y E. Rosengren, «Unnatural selection: perverse incentives and the misallocation of credit in Japan», *American Economic Review*, vol. 95, n° 4, septiembre de 2005, pp. 1144–66, 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. Sobre prácticas dilatorias en la banca europea en 2011, véanse Banco de Inglaterra, *Financial Stability Report*, n° 30, diciembre de 2011, y A. Enria, «Supervisory policies and bank deleveraging: a European perspective», discurso en la 21st Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies, 11–12 de abril de 2012.

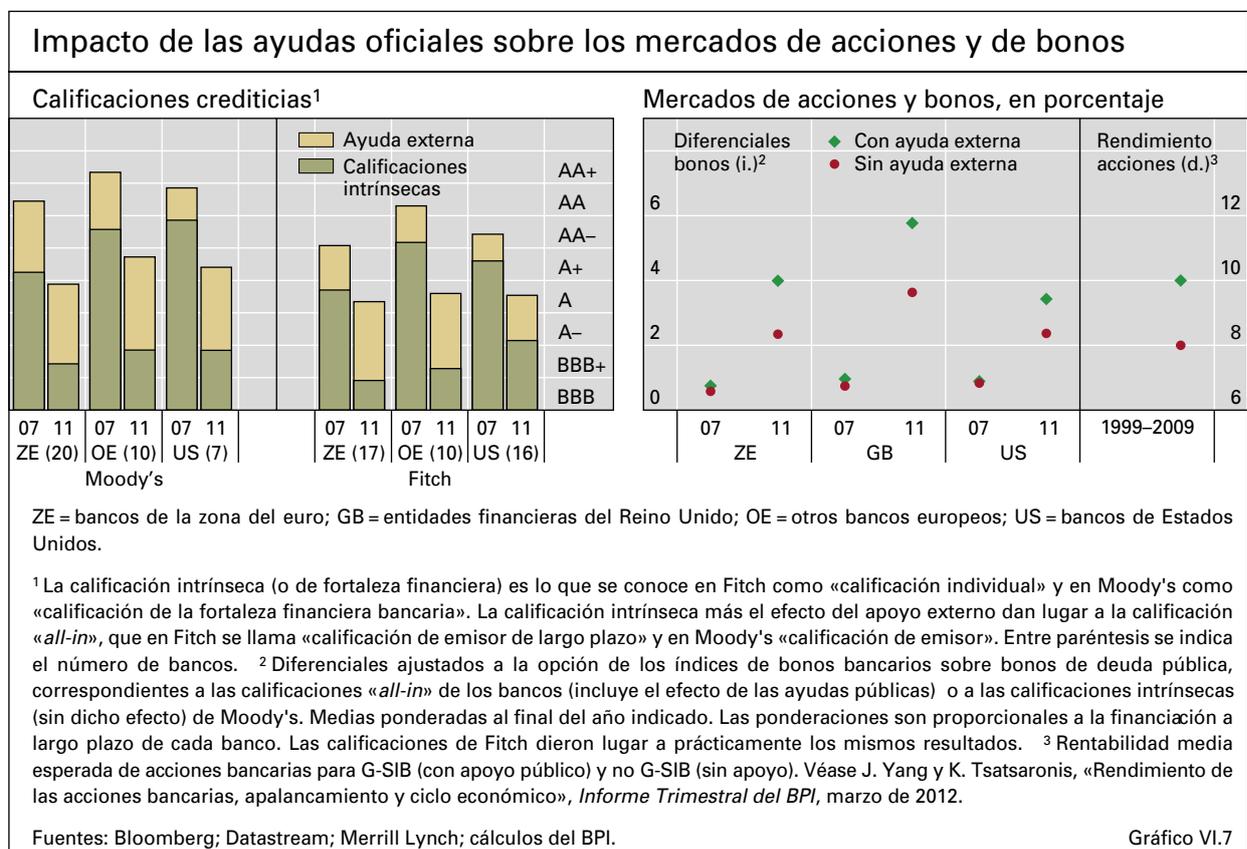
las garantías que éstas requieren para las transacciones financieras, por ejemplo, probablemente acabarán comprometiendo un porcentaje cada vez mayor de los activos bancarios, incluso cuando concluya la actual crisis de confianza (véase arriba). Las mayores cargas aplicadas a los activos bancarios, junto a los nuevos marcos de resolución que en caso de quiebra bancaria, impondrán mayores pérdidas a los tenedores de bonos, elevará *ceteris paribus* de forma permanente los costes de financiación de los bancos.

El resto de esta sección considera otros desafíos a largo plazo. En primer lugar examina otro factor que presiona al alza sobre los costes de financiación de los bancos, a saber, la retirada del apoyo oficial. En segundo lugar analiza el grado en que la banca podría compensar los mayores costes financieros mediante la gestión de sus costes de operación. La sección concluye con un repaso al cambiante panorama de la banca internacional.

Apoyo oficial

La retirada del apoyo oficial a la banca está aún en sus primeras fases. Una serie de países han adquirido el compromiso explícito de no avalar a los inversores en bancos; otros, ante el deterioro de sus finanzas públicas, encuentran cada vez más difícil prestar dichos avales (véase también el Capítulo V). No obstante, aún da la impresión de que los bancos disfrutan de un considerable apoyo oficial.

Las agencias de calificación evalúan en qué medida el apoyo oficial mejora la solvencia de los bancos y reduce con ello sus costes de financiación. Los inversores en deuda bancaria no están directamente expuestos al riesgo



inherente a los prestatarios, que se refleja en las calificaciones intrínsecas (*stand-alone*) (Gráfico VI.1, panel inferior derecho), ya que gozan de la protección de garantías públicas explícitas e implícitas, recogida en calificaciones totales (*all-in*)⁵. Una comparación de las calificaciones bancarias intrínsecas y totales revela que las agencias de calificación consideran que el apoyo oficial a los bancos se ha incrementado sustancialmente entre 2007 y 2011 (Gráfico VI.7, panel izquierdo). Según estimaciones, a finales de 2011 ese apoyo estrechó el diferencial que la banca pagaba por su deuda a largo plazo en 1–2 puntos porcentuales, equivalentes a una rebaja diez veces mayor que la de antes de la crisis (Gráfico VI.7, panel derecho).

Del mismo modo, los accionistas bancarios siempre han aceptado una menor rentabilidad de las entidades que parecen recibir más apoyo oficial. Un ejemplo son los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB), que en caso de atravesar por dificultades probablemente contarían con el respaldo de las autoridades públicas para evitar la propagación de efectos adversos por todo el sistema. En concreto, la rentabilidad esperada media sobre las acciones de G-SIB entre 1999 y 2009 fue *ceteris paribus* 2 puntos porcentuales inferior a la de acciones de no G-SIB (Gráfico VI.7, panel derecho; véase también Yang y Tsatsaronis (2012), *op. cit.*).

Al reducir el coste de financiación, el apoyo oficial refuerza la preferencia a corto plazo de los accionistas por el apalancamiento. Quienes invierten en participaciones de capital de cualquier empresa tienden a ponderar asimétricamente los potenciales beneficios, —del que sacan plenamente partido en forma de aumento de los dividendos o de alza en la cotización de las acciones—, y el riesgo de pérdidas, que no pueden superar el importe de la inversión original. Al incrementar la volatilidad de los resultados, el apalancamiento aumenta las eventuales ganancias pero no afecta a las pérdidas máximas.

Como puso de manifiesto la crisis, la preferencia de los accionistas por un mayor apalancamiento implica miopía. A largo plazo, la mayor volatilidad asociada a un mayor apalancamiento erosiona las ganancias a corto plazo. Además, los bancos menos apalancados han demostrado ser más resistentes y generar mayor valor a largo plazo para sus accionistas, así como para otros inversores⁶. De este modo, un modelo de negocio con menos apoyo oficial y con una sólida base de capital se traduciría en beneficios sostenibles y resultaría atractivo para el inversor a largo plazo. La actual agenda de reformas se propone integrar este principio en el marco regulador (véase el Recuadro VI.B de la página 88).

De cara al futuro, un menor apoyo oficial conferiría mayor solidez al sector bancario, ya que los bancos tendrían en cuenta su fortaleza financiera intrínseca al tomar sus decisiones de negocio. Cuando menos, la retirada del apoyo oficial reforzaría la disciplina de mercado, incentivando a los bancos a operar con más prudencia. En general, un menor apoyo oficial les obligaría a

⁵ Véase F. Packer y N. Tarashev, «Métodos de calificación para bancos», *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2011.

⁶ Véase BPI, *80º Informe Anual*, junio de 2010.

Recuadro VI.B: Requerimientos de capital de Basilea II y Basilea III

El marco de Basilea III, que abarca la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector bancario, es la piedra angular de la agenda del G-20 para la reforma de la regulación. Tras un esfuerzo coordinado en el que participaron 27 países, en 2011 el BCBS publicó las normas definitivas del marco de Basilea III[®]. En comparación con el régimen anterior, Basilea III tiene un alcance mucho mayor y combina reformas micro y macroprudenciales para la gestión de los riesgos dentro de cada institución y para todo el sistema.

Basilea III incluye nuevos elementos dirigidos a reforzar el capital de los bancos. En primer lugar, mejora de forma significativa la cobertura de riesgos con un incremento de los activos ponderados por riesgo. Específicamente, apunta a los instrumentos y mercados que resultaron más problemáticos durante la crisis, es decir, las exposiciones de las carteras de negociación, el riesgo de crédito de contraparte y los activos titulizados. En segundo lugar, y con una importancia fundamental, Basilea III define de manera más rigurosa el capital admisible, poniendo el acento en el capital ordinario (véase Cuadro VI.B). De esta forma, se apartan ciertos instrumentos de capital híbridos complejos que han demostrado no tener capacidad para absorber pérdidas en periodos de tensión. Asimismo, la definición de capital ordinario de acuerdo con Basilea III es más restrictiva que la utilizada en Basilea II. En particular, en Basilea III el capital ordinario se calcula después de haber ajustado el balance del banco para excluir aquellos activos que no pueden ser liquidados si el banco atraviesa una situación problemática (por ejemplo, el fondo de comercio y los activos por impuestos diferidos). De hecho, se estima que solo el 70% del capital ordinario que los bancos mantienen y contabilizan actualmente con arreglo a Basilea II sería admisible como capital ordinario en virtud de Basilea III. Por último, el nuevo marco también establece restricciones con respecto al apalancamiento (el coeficiente de capital sobre activos totales), que actúan como contrafuerte al marco basado en el nivel de riesgos.

Una característica singular de Basilea III es la introducción de colchones de capital, que los bancos pueden usar sin comprometer su solvencia, y de suplementos, que contrarrestan la contribución de cada banco al riesgo sistémico. En primer lugar, un *colchón de conservación* permite que un banco mantenga su viabilidad como empresa, al restringir las distribuciones de carácter discrecional (como puedan ser repartos de dividendos o las bonificaciones) cuando sus coeficientes de capital se deterioren. En segundo lugar, un *colchón anticíclico*, que se constituye con capital acumulado en las épocas de bonanza y que puede utilizarse en periodos de tensión, ayudará a proteger a los bancos de los riesgos que evolucionan a lo largo del ciclo financiero. Por último, se aplicará un *suplemento de capital* a las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI), o a los bancos con grandes operaciones complejas y muy interconectadas, a fin de desalentar la concentración de riesgos. Estas normas internacionales imponen unos límites inferiores a los reguladores: algunos países pueden optar por aplicar unas normas más estrictas para abordar riesgos que sean específicos a sus contextos nacionales. Esta posibilidad siempre ha existido, tanto en virtud de Basilea I como de Basilea II, y seguirá existiendo también con arreglo a Basilea III.

Al combinar estos elementos, se incrementarán significativamente los requerimientos de capital de los bancos. Por ejemplo, de acuerdo con Basilea III, a una SIFI que opere en el punto máximo del ciclo financiero se le podría exigir que mantenga capital ordinario por valor del 12% de sus activos ponderados por riesgo. Conforme a la definición menos exigente de capital ordinario incluida en Basilea II, el coeficiente de capital ordinario sobre activos ponderados por riesgo habría tenido que elevarse hasta el 15% como mínimo en el caso de ese mismo banco[®]. Esto supone un incremento de más de siete veces con relación al mínimo contemplado por Basilea II, y esto sin tener en cuenta la mayor exigencia y exhaustividad de la cobertura de activos ponderados por riesgo.

[®] Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*, Basilea, junio de 2011. [®] Las estimaciones que se derivan del ejercicio de seguimiento de los bancos efectuado por el BCBS el 30 de junio de 2011 indican que los bancos mantenían un capital ordinario (en base a la definición de Basilea II) equivalente aproximadamente al 10% de los activos ponderados por riesgo, lo cual equivale al 7% en virtud de la definición, más estricta, recogida en Basilea III. La cifra del 15% incluida en el texto supone que el capital no admisible de los bancos (3%) se mantiene como una proporción constante de los activos ponderados por riesgo.

Requerimientos de capital, en porcentaje de los activos ponderados por riesgo						
	Basilea III					Basilea II
	Min	Colchón de conservación ¹	Colchón anticíclico	Suplemento SIFI ²	Total ³	Min
Capital ordinario	4,5	2,5	0-2,5	1-2,5	7-12	2
Nivel 1 ⁴	6				8,5-13,5	4
Total (Nivel 1 + Nivel 2)	8				10,5-15,5	8

¹ Colchón que restringe las distribuciones de fondos si el coeficiente de capital cae por debajo del 7%. ² Las SIFI serán clasificadas en distintas categorías en función de su importancia sistémica, mientras que al resto de entidades se aplicará un suplemento igual a cero. Se añadirá una categoría vacía por encima de la categoría con mayor número de entidades, para incentivar a los bancos a no seguir incrementando su importancia sistémica. Si esta categoría que está vacía se llena de entidades en un futuro, se añadirá una nueva categoría vacía a la que se le aplicará un nivel superior de absorción de pérdidas adicionales. ³ En virtud de Basilea III, a una SIFI que opere en el punto máximo del ciclo financiero se le exigirá mantener hasta el 12% de capital ordinario con respecto a sus activos ponderados por riesgo. Sin embargo, con la definición de capital ordinario de Basilea II, el coeficiente de capital ordinario sobre los activos ponderados por riesgo que se le exigirá a ese mismo banco sería aproximadamente del 15%. ⁴ Capital ordinario más capital adicional de Nivel 1. Cuadro VI.B

mejorar su perfil de riesgo intrínseco para desempeñar funciones tradicionales. Por ejemplo, para que un banco sea un intermediario financiero viable debe asegurarse un menor coste de financiación que sus prestatarios, quienes en caso contrario accederían directamente a los mercados. Como los costes de financiación siguen de cerca a las calificaciones crediticias, una hipotética retirada de apoyo oficial a los bancos europeos y estadounidenses al final de 2011 hubiera dificultado obtener financiación más barata que otros prestatarios con calificación A- o superior (Gráfico VI.7, panel izquierdo). Asimismo, con calificaciones inferiores, algunos bancos no habrían podido haber sido contrapartes en operaciones de *repos* y con derivados ni participar en actividades de creación de mercado (véase también el Recuadro VI.C en la página 90).

Gestión de costes

Tras la crisis, reducir costes sería una estrategia lógica en cualquier sector. El modesto progreso de los bancos para aplicar esta estrategia sugiere que existe margen para impulsar unos buenos resultados en el largo plazo. Entre 1997 y 2011, los ingresos y los costes de los bancos evolucionaron prácticamente a la par (Gráfico VI.8, panel izquierdo), sin aparentes ganancias de eficiencia (Gráfico VI.8, panel central, y Cuadro VI.1).

Resulta lamentable la reticencia de los bancos a esforzarse por lograr ganancias de eficiencia, algo que podría beneficiar a sus inversores. Como poco, una mejor gestión de costes lleva asociada una mayor estabilidad en la rentabilidad sobre el capital (Gráfico VI.8, panel derecho). Además, la experiencia de los países nórdicos en la década de los 90 muestra que reducir costes favorece una recuperación sostenida⁷. Una mayor eficiencia en costes sustenta asimismo un modelo de negocio más flexible y capaz de responder

⁷ C. Borio, B. Vale y G. von Peter, «Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?», *BIS Working Papers*, n° 311, junio de 2010.

Recuadro VI.C: Reforma de los mercados de derivados OTC

Los mercados de derivados extrabursátiles (OTC) no han sido inmunes a las preocupaciones relacionadas con el riesgo de crédito de contraparte que paralizaron el sistema financiero durante la crisis. Las posiciones en estos mercados —en los que los participantes negocian bilateralmente contratos de derivados sobre tasas de interés, tipos de cambio, crédito y de otro tipo entre sí o con intermediarios que actúan como creadores de mercado— creció progresivamente durante los años anteriores a la crisis (Gráfico VI.C, panel izquierdo). Sin embargo, la falta de información acerca de cómo el posicionamiento en el mercado redistribuía el riesgo por todo el sistema financiero dejó a las autoridades y a los participantes del mercado sin capacidad de reacción cuando surgió la crisis. Este recuadro analiza las iniciativas internacionales que tienen como objetivo abordar dos deficiencias inherentes al carácter bilateral de los mercados de derivados OTC: *el riesgo de crédito de contraparte y la falta de transparencia*.

Los contratos de derivados OTC a menudo conllevan prolongados compromisos durante los cuales una posición podría generar una importante exposición al riesgo de crédito de contraparte. Al mismo tiempo, los derivados también pueden generar apalancamiento en los balances: es posible tomar una posición notional grande apenas con un pequeño desembolso inicial de efectivo, pero cualquier cambio en el valor de los activos subyacentes puede aumentar repentinamente los potenciales pasivos. Por tanto, el riesgo de crédito de contraparte puede crecer mucho durante periodos de agitación en el mercado. El aumento de la concentración que se produjo en estos mercados a partir de 2007, cuando una serie de intermediarios de gran tamaño quebraron o dejaron el mercado, no ha hecho sino intensificar estos riesgos (Gráfico VI.C, panel derecho). Asimismo, las rebajas previstas en la calificación de algunos intermediarios podrían limitar la capacidad de los creadores de mercado, provocando así una concentración aún mayor en el futuro.

Los mercados de derivados OTC son además bastante opacos. *Solo* las partes que constituyen una operación en particular conocen con certeza los precios y volúmenes de la misma. De este modo, en los años anteriores a la crisis, se acumularon grandes concentraciones de riesgo que no fueron detectadas por los participantes ni los reguladores. La opacidad de estos mercados también impidió que los participantes pudieran valorar la solidez de sus contrapartes cuando estalló la crisis, lo cual provocó que muchos de ellos redujeran sus exposiciones frente a grandes intermediarios, complicando aún más la falta de liquidez.

La pieza clave del programa internacional de reformas es la compensación obligatoria de derivados estandarizados a través de entidades de contrapartida central (CCP). La compensación centralizada de los derivados OTC a través de CCP que cumplan unas férreas normas de capitalización y de gestión de riesgos puede reducir el riesgo de crédito de contraparte, al menos de dos maneras⁹.

En primer lugar, una CCP puede imponer la compensación multilateral de exposiciones por saldos netos. La compensación *bilateral*, en la que dos contrapartes específicas acuerdan compensar sus posiciones bilaterales, puede reducir las exposiciones notionales de forma significativa; por ejemplo, en el caso de los contratos de CDS, se estima que la compensación bilateral puede reducir por diez las exposiciones. La compensación *multilateral*, en la que los participantes compensan todas o la mayor parte de sus posiciones con una contraparte *común*, como pueda ser una CCP, reduciría las exposiciones en una proporción aún mayor. Sin embargo, es necesario que exista una masa crítica de posiciones brutas para que se haga evidente la mayor reducción de riesgos de la compensación multilateral frente a la compensación bilateral⁹. Asimismo, las ventajas de la compensación centralizada solo se materializan si los contratos están estandarizados. Si existen diferencias en los términos y condiciones de los instrumentos negociados, es difícil que una CCP pueda calzar y compensar los correspondientes contratos. Esta cuestión refuerza el papel que ha de desempeñar el sector público para superar este tipo de problemas de acción colectiva al imponer la estandarización y la compensación centralizada.

En segundo lugar, una CCP puede reducir el riesgo de crédito de contraparte exigiendo la aportación de garantías con respecto a las exposiciones asumidas. Hasta la fecha, los mecanismos de garantía en los mercados de derivados OTC varían de un mercado a otro y no se garantizan todas las exposiciones. Por el contrario, las CCP pueden establecer una serie de reglas estándar basadas en el riesgo aplicables a los márgenes iniciales y a la reposición de márgenes. Asimismo pueden llevar la cuenta de las garantías entregadas y mantenidas por parte de cada uno de los miembros liquidadores, así como gestionar los activos entregados como garantía.

El uso de CCP también mejora la transparencia, dado que estas recopilan la información relativa a los precios, volúmenes y posiciones de los productos estandarizados. De esta forma, se facilita el seguimiento de las exposiciones, posibilitando que tanto el sector público como el privado puedan controlar la acumulación de determinados tipos de riesgo en el sistema financiero. La divulgación de

información también puede ayudar a evaluar y determinar los precios en los mercados de productos derivados no estandarizados.

La transición de los contratos estándares hacia la compensación centralizada también se ve impulsada por otros tres elementos de las reformas aplicables a los derivados OTC *compensados de forma no centralizada*. En primer lugar, para contener la asunción de riesgo por parte de los bancos, Basilea III impone unos requerimientos de capital más elevados a las carteras de contratos compensados de forma no centralizada. En segundo lugar, el BCBS y la OICV/IOSCO están considerando la posibilidad de aplicar criterios más exigentes para la constitución de márgenes de garantía en los derivados compensados de forma no centralizada, con el fin de reforzar la gestión de riesgos. Por último, las autoridades están tratando de exigir que *todos* los contratos de derivados OTC queden recogidos en los registros de operaciones.

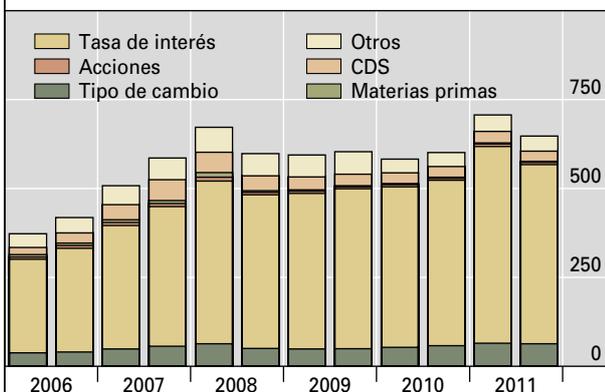
Por su propia configuración, la compensación centralizada concentra el riesgo de crédito y otros riesgos en las CCP y, a medida que éstas gestionen un mayor volumen de operaciones, su importancia sistémica tenderá a aumentar. La gestión del riesgo de contrapartida central exige disponer de normas para garantizar la solidez y la capacidad de reacción de las propias CCP. Los *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero* publicados en abril de 2012 por el CPSS y la OICV/IOSCO están dirigidos a proporcionar este tipo de normalización. Esta publicación ofrece una serie de pautas para garantizar que las CCP cuentan con una adecuada capitalización, mantienen acuerdos explícitos de apoyo con sus miembros y cumplen unos estrictos estándares internacionales en materia de gestión de riesgos.

Asimismo, el FSB está coordinando trabajos en cuatro categorías de mecanismos de salvaguarda para que las CCP internacionales no introduzcan nuevos riesgos sistémicos. En primer lugar, es necesario poner en marcha mecanismos de *vigilancia cooperativa*, de manera que las autoridades dispongan de la información y las herramientas necesarias para evaluar y abordar los riesgos para sus mercados de origen. En segundo lugar, es importante que exista un *acceso justo y abierto al mercado* basado en criterios transparentes y objetivos, para garantizar unas condiciones competitivas equitativas para todos los intermediarios, clientes y plataformas. Solo a través de un acceso abierto y una vigilancia basada en la cooperación se podrá desincentivar la aparición de CCP nacionales de menor tamaño que podrían segmentar el mercado sin mejorar necesariamente la eficiencia o la estabilidad. En tercer lugar, las CCP necesitan *mecanismos de liquidez de reserva* que, ante todo, incluyan mecanismos de autoaseguramiento a través de una cartera de activos líquidos y de líneas de crédito previamente acordadas en todas las monedas de los productos que compensen. Por último, son necesarios *sólidos regímenes de resolución ordenada* que garanticen que los servicios esenciales del mercado no se vean interrumpidos en caso de quiebra de una CCP.

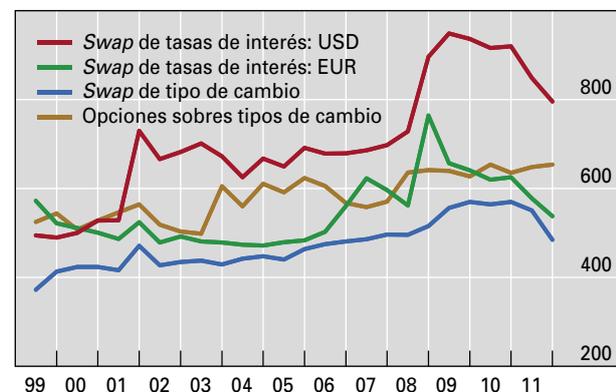
© Para más información, véase CPSS-OICV/IOSCO, *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril de 2012 (de próxima publicación en español). © Hasta finales de 2011, los avances conseguidos no eran uniformes en todos los mercados. Aproximadamente la mitad de los contratos de *swaps* convencionales y de *swaps* sobre índices a un día (OIS) se compensaban de manera centralizada, mientras que solo uno de cada diez CDS se compensaba de tal manera.

Derivados OTC mundiales

Importes nominales en circulación, en billones de USD¹

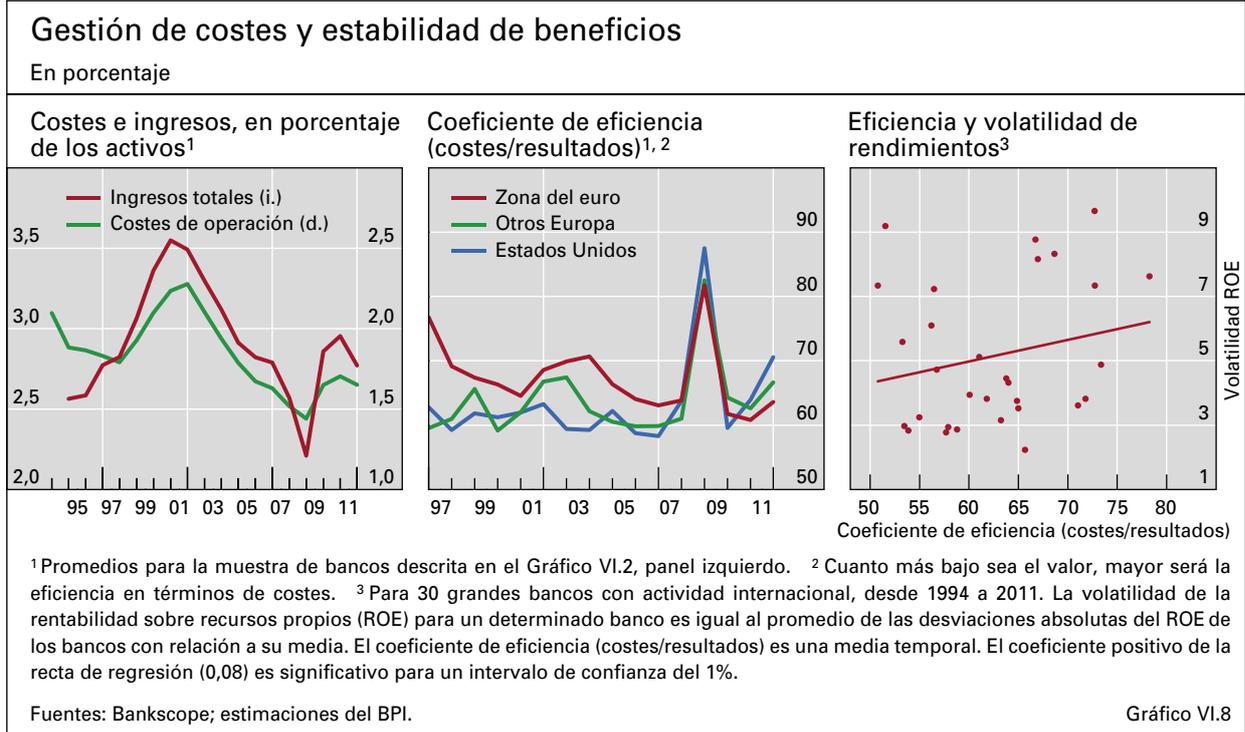


Índices de Herfindahl de mercados OTC seleccionados²



¹ Por tipo de datos y por categoría de riesgos de mercado. ² El índice de Herfindahl de un mercado determinado representa la suma de las cuotas de mercado elevadas al cuadrado de las empresas activas en el sector. Un sector que esté formado por una única empresa tendrá un índice de Herfindahl de 10000, mientras que un sector en el que existan 10 empresas, y cada una de ellas tenga un 10% de cuota, tendrá un índice de Herfindahl de 1000.

Fuentes: bancos centrales de países del G10, Australia y España; estadísticas bancarias internacionales del BPI. Gráfico VI.C



antes a un entorno de riesgo cambiante, lo que reduce la probabilidad de quiebras bancarias⁸.

Banca internacional

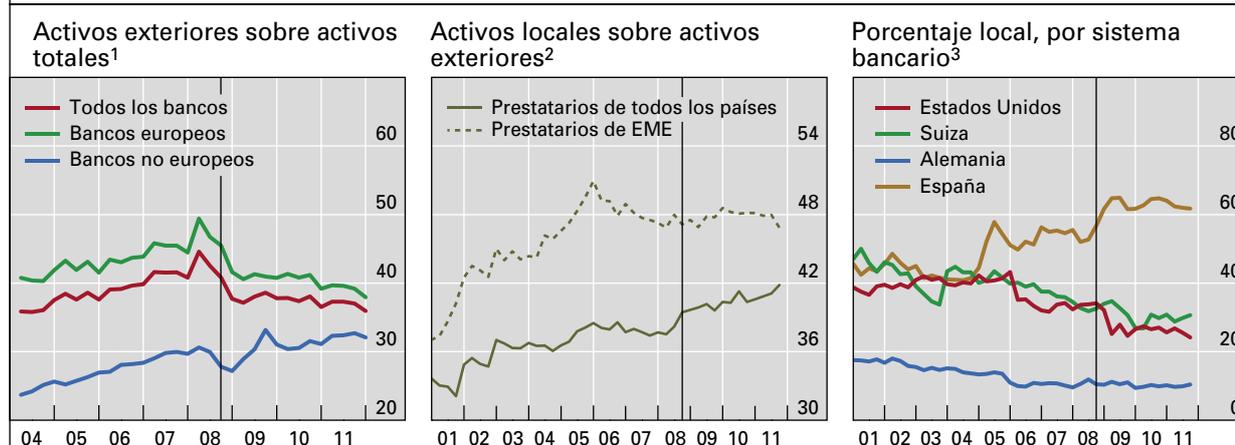
Muchos bancos que se ven apremiados a reforzar sus posiciones de capital han reducido su actividad tanto internacional como nacional (véase también el Capítulo III). Además del reconocimiento contable de pérdidas en activos transfronterizos durante la crisis, el encarecimiento de la financiación con deuda y acciones también redujo el flujo de crédito transfronterizo. Como resultado, el crédito a prestatarios extranjeros representa ahora un menor porcentaje de los activos totales de los bancos con actividad internacional (Gráfico VI.9, panel izquierdo, línea roja). Aunque desde comienzos de 2008 dicha reducción fue únicamente de 10 puntos porcentuales, se estima que la contracción en el crédito externo ascendió a 5 billones de dólares estadounidenses hasta finales de 2011.

La contracción en las carteras extranjeras de algunos bancos europeos ha sido especialmente notable. Por ejemplo, las posiciones exteriores de los bancos alemanes, belgas, franceses, holandeses e italianos se redujeron en conjunto más de 6 billones de dólares (43%) entre principios de 2008 y finales de 2011. Aunque el grueso se produjo en los trimestres siguientes al colapso de Lehman Brothers, en el segundo semestre de 2011 el crédito externo se redujo en más de 1,3 billones (14%), al intensificarse la preocupación por la exposición a los emisores soberanos europeos. El crédito exterior se contrajo

⁸ Véase A. Koutsomanoli-Filippaki y E. Mamatzakis, «Efficiency under quantile regression: what is the relationship with risk in the EU banking industry?», *Review of Financial Economics*, vol. 20, n° 2, mayo de 2011, pp. 84–95.

Banca internacional antes y después de la crisis

En porcentaje



Las líneas verticales indican el final de T3 2008.

¹ Activos exteriores totales de los bancos declarantes al BPI con sede en Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido y Suiza, como porcentaje de activos totales estimados. ² Activos locales de los bancos declarantes al BPI en moneda local como porcentaje del total de activos exteriores. ³ Proporción de activos exteriores totales que se prestan y se financian localmente. En sentido estricto, es la razón entre el valor más bajo entre activos y pasivos locales y el total de activos exteriores.

Fuentes: Bankscope; estadísticas bancarias internacionales del BPI; cálculos del BPI.

Gráfico VI.9

más rápido que el interno, reorientando los balances de estos bancos hacia sus mercados de origen (Gráfico VI.9, panel izquierdo, línea verde).

Dicho esto, no todos los bancos han reducido su actividad en el exterior. Las entidades australianas, japonesas, españolas y suecas con más presencia

Rentabilidad de los principales bancos¹

En porcentaje de los activos totales

	Beneficio antes de impuestos			Margen de intermediación			Provisiones para incobrables			Costes de operación ²		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Alemania (4)	0,02	0,20	0,20	0,84	0,87	0,88	0,29	0,15	0,12	1,24	1,23	1,21
Australia (4)	0,93	1,14	1,19	1,88	1,89	1,83	0,54	0,31	0,19	1,20	1,24	1,17
Austria (2)	0,60	0,82	0,23	2,45	2,62	2,56	1,23	0,94	0,93	2,05	2,01	1,96
Canadá (6)	0,73	1,01	1,08	1,72	1,64	1,60	0,44	0,25	0,18	2,04	1,88	1,87
España (3)	0,98	1,02	0,61	2,47	2,42	2,38	1,00	0,84	0,82	1,57	1,61	1,72
Estados Unidos (9)	0,36	0,80	0,93	2,65	2,73	2,49	1,89	1,14	0,54	2,98	3,22	3,23
Francia (4)	0,18	0,44	0,26	1,01	1,03	1,02	0,36	0,23	0,22	1,09	1,16	1,12
Italia (3)	0,36	0,37	-1,22	1,91	1,77	1,81	0,77	0,63	0,69	1,76	1,70	1,80
Japón (5)	0,34	0,51	0,54	0,94	0,87	0,82	0,25	0,11	0,02	0,76	0,75	0,85
Países Bajos (2)	-0,39	0,30	0,41	0,84	0,98	0,98	0,28	0,13	0,24	1,14	1,26	1,18
Reino Unido (6)	0,18	0,37	0,33	1,09	1,19	1,15	0,90	0,59	0,46	1,32	1,37	1,41
Suecia (4)	0,34	0,61	0,60	1,02	0,89	0,83	0,46	0,11	0,03	0,95	0,88	0,79
Suiza (3)	0,22	0,60	0,33	0,56	0,54	0,53	0,10	-0,0	0,01	1,97	1,97	1,74

¹ Principales bancos en cada país por activos totales. El número de bancos en los datos de 2011 se muestra entre paréntesis.

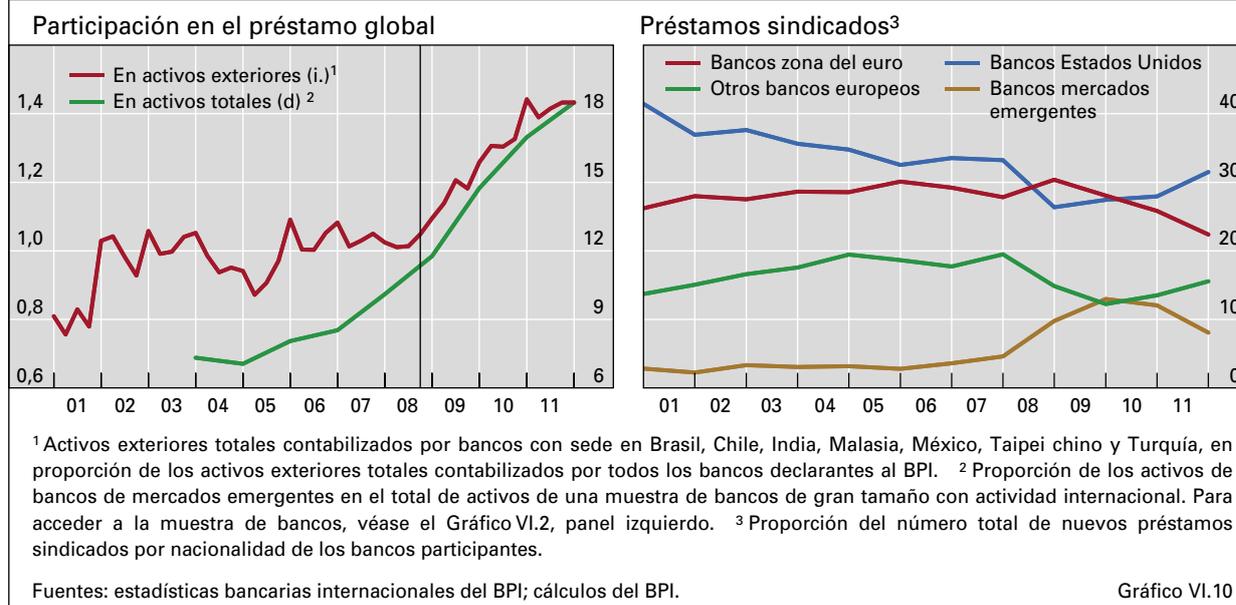
² Suma de los costes de personal y otros costes de operación. En el caso de los bancos japoneses no se incluyen costes de personal.

Fuente: Bankscope.

Cuadro VI.1

Préstamos bancarios en mercados emergentes

En porcentaje



internacional reemplazaron en parte a los bancos europeos antes mencionados. El importe combinado de las posiciones externas de esas entidades ha aumentado desde mediados de 2010 en más de 850 000 millones de dólares (18%), destacando el crédito a prestatarios de economías emergentes. Los bancos de mercados emergentes también participaron en el relevo: si bien aquellos con actividad internacional aún representan un porcentaje pequeño (1,4%) del total del crédito externo mundial, su cuota en el total ha crecido de forma notable desde 2007 (Gráfico VI.10, panel izquierdo). Por ejemplo, se estima que estos bancos concedieron 1,1 billones de dólares en préstamos sindicados internacionales entre 2009 y 2011, lo que representa aproximadamente el 10% del total de los formalizados (Gráfico VI.10, panel derecho). Al mismo tiempo, la participación de los bancos de la zona del euro en los nuevos préstamos cayó por debajo del 25%.

Estas diferencias en el grado en que los bancos se han retirado de los mercados extranjeros desde el inicio de la crisis reflejan en parte diferencias entre los modelos de financiación (Gráfico VI.9). La persistencia de diferencias entre modelos hizo que algunos bancos fueran más vulnerables que otros a las perturbaciones de financiación mundial durante la crisis. De hecho, el crédito concedido y financiado *localmente*, en contraposición al transfronterizo, se demostró más sólido, al estar en gran medida aislado de las perturbaciones de los mercados de financiación mayorista. Como resultado, los supervisores de numerosas jurisdicciones de acogida, que vieron cómo se evaporaba el crédito transfronterizo, están promoviendo la creación de filiales locales y endureciendo los requisitos de financiación local. Este cambio de política ha acentuado la tendencia general de la banca desde 2008 a prestar a residentes extranjeros desde sus oficinas en el país de acogida (Gráfico VI.9, panel central). Los bancos españoles, cuyas actividades internacionales

continuaron ampliándose, conceden y financian la mayor parte de su crédito externo a nivel local; en cambio, los bancos alemanes, cuyas carteras internacionales se contrajeron apreciablemente durante la crisis, priman la intermediación transfronteriza.

Resumen

En el periodo posterior a la crisis el sector bancario se enfrenta a retos tanto a corto como a largo plazo. En el corto plazo, los bancos deberán sanear sus balances, lo que implicará reducir el valor contable de los activos deteriorados, imponiendo pérdidas a sus accionistas y bonistas, y recapitalizarse, algo que podría facilitarse con fondos públicos. Una vez saneados los balances, los bancos estarán en mejores condiciones para recuperar la confianza de los mercados y reforzar sus posiciones de liquidez, tanto a nivel nacional como internacional, apelando a fuentes de financiación tradicionales. En el largo plazo, los bancos deberían tener la suficiente solidez financiera *intrínseca* para realizar funciones clave de intermediación sin recurrir a apoyo oficial. Y puesto que el nuevo marco normativo presionará sobre su rentabilidad, los bancos tendrán que adoptar estrategias de gestión de costes más exigentes que en el pasado.

Índice

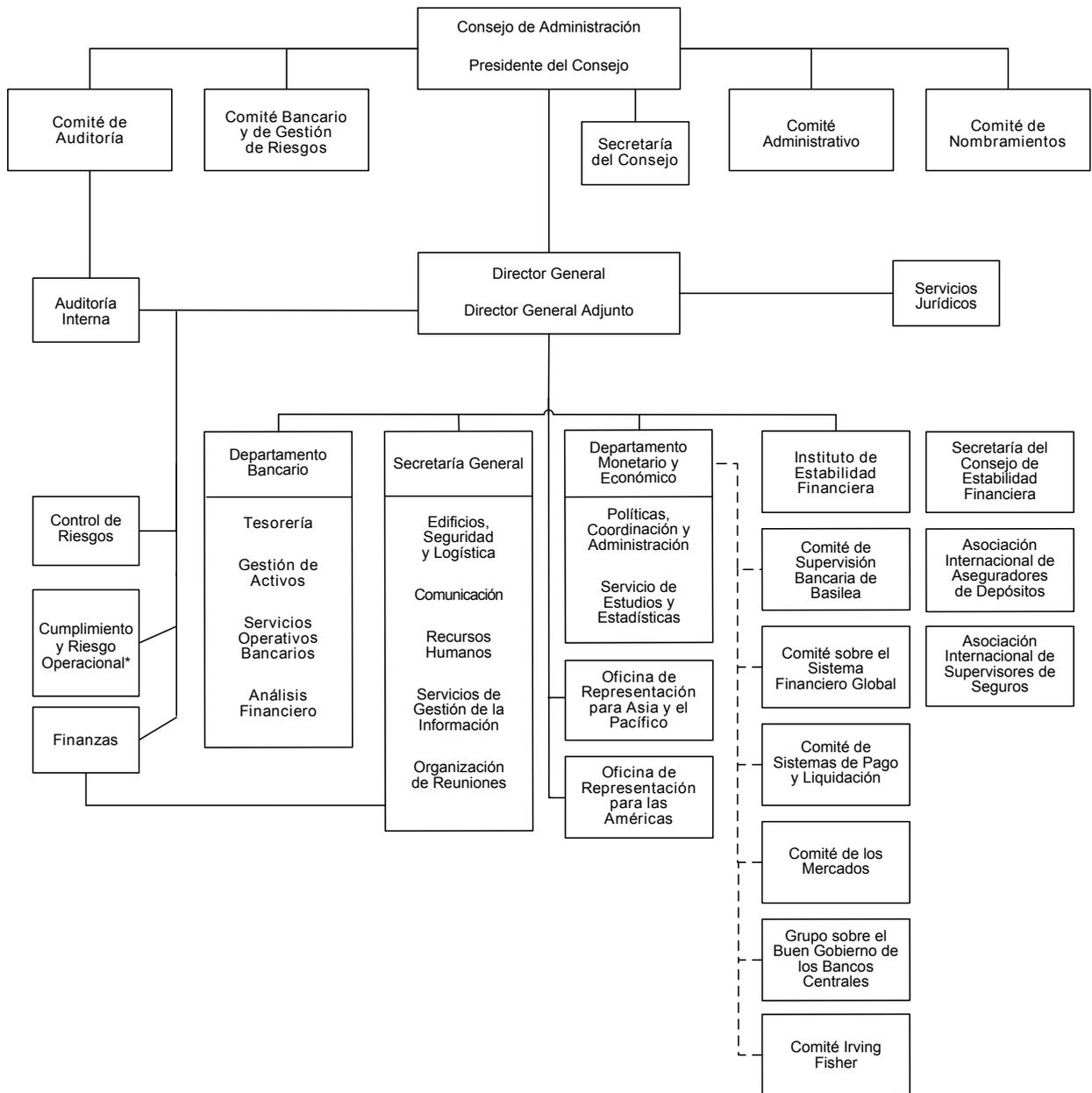
Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2012	102
El BPI: misión, actividades, buen gobierno y resultado financiero	103
Los programas de reuniones y el Proceso de Basilea	104
Reuniones bimestrales y otras consultas periódicas	104
Global Economy Meeting	104
All Governors' Meeting	105
Otras consultas periódicas	105
El Proceso de Basilea	106
Características del Proceso de Basilea	106
Actividades de los grupos con sede en el BPI en 2011/12	108
Consejo de Estabilidad Financiera	108
Ejercicios de alerta temprana	109
Reducción del riesgo moral que comportan las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI)	109
Mejora de los mercados de derivados OTC y de materias primas ...	110
Fortalecimiento de la vigilancia y regulación del «sistema bancario paralelo»	111
Seguimiento de fondos cotizados en bolsa	111
Desarrollo de marcos y herramientas macroprudenciales	111
Mejoras en la recopilación de datos	112
Impulso de la transparencia mediante el identificador de entidad jurídica	112
Perfeccionamiento de las normas contables	112
Seguimiento de la aplicación y fomento de la adhesión a las normas internacionales	112
Principios para la concesión de créditos hipotecarios	113
Mejora de la protección financiera del consumidor	113
Temas de estabilidad financiera en economías de mercado emergentes y economías en desarrollo	113
Grupos consultivos regionales	114
Capacidad, recursos y gobierno del FSB	114
Comité de Supervisión Bancaria de Basilea	114
Marco regulador de Basilea y cuestiones de supervisión	115
Bancos de importancia sistémica mundial	115
Liquidez	116
Derivados	117
Riesgo de crédito propio	117
Preguntas frecuentes sobre Basilea III	118
Seguimiento de la aplicación y de la coherencia internacional	118
Principios Básicos	118
Revisión de la cartera de negociación	119
Divulgación	119
Riesgo operacional	120
Financiación del comercio	120
Auditoría	120
Resolución	120
Protección crediticia de coste elevado	120
Comité sobre el Sistema Financiero Global	121
Comité de Sistemas de Pago y Liquidación	122

Nuevas normas	122
Comunicación y agregación de datos sobre derivados extrabursátiles (OTC)	123
Orientación sobre el riesgo de liquidación de divisas	123
Otras actividades	123
Comité de los Mercados	123
Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales	124
Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales	125
Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos	126
Principios Básicos	126
Iniciativas para mejorar los sistemas de seguro de depósitos en todo el mundo	126
Reuniones, seminarios y conferencias	127
Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS)	127
Estabilidad financiera	128
Principios Básicos del Seguro	128
Contabilidad	128
Foro Supervisor	129
Grupos aseguradores con presencia internacional	129
Reaseguro e informes de mercado de la IAIS	129
Memorando multilateral de entendimiento	129
Cumplimiento de las normas	130
Instituto para la Estabilidad Financiera	130
Reuniones, seminarios y conferencias	130
FSI Connect	130
Estudios y estadísticas	131
Enfoque de los estudios	131
Iniciativas estadísticas internacionales	132
Otras iniciativas de bancos centrales respaldadas por el BPI	133
Servicios financieros del Banco	134
Gama de servicios prestados	134
Operaciones financieras en 2011/12	135
Pasivo	135
Gráfico: Balance total e inversiones de clientes, por tipo de producto	136
Activo	136
Oficinas de Representación	137
La Oficina Asiática	137
El Consejo Consultivo Asiático	137
Investigación	137
La Reunión Extraordinaria de Gobernadores y otras reuniones de alto nivel	138
La actividad bancaria y los Fondos Asiáticos de Bonos	138
La Oficina de las Américas	139
El Consejo Consultivo para las Américas	139
Gobierno y gestión del BPI	140
Ampliación de miembros	140
La Asamblea General de bancos centrales miembros	140
El Consejo de Administración	141
Bancos centrales miembros del BPI	143
Consejo de Administración	144
Suplentes	144
Comités del Consejo de Administración	144
In memoriam	144
Alta Dirección del BPI	145

Política presupuestaria del Banco	145
Política de remuneración del Banco	147
Beneficio neto y su distribución	148
Principales factores del beneficio obtenido en 2011/12	148
Movimientos en el patrimonio del Banco	149
Propuesta de reparto de dividendo	150
Propuesta de distribución y asignación del beneficio neto del ejercicio	151
Informe de auditoría	151
Rotación de auditores	151
 Estados financieros	 153
Balance de situación	154
Cuenta de pérdidas y ganancias	155
Estado del resultado integral	156
Estado de flujo de efectivo	157
Oscilaciones en el patrimonio del Banco	159
Propuesta de distribución del beneficio	160
Oscilaciones en las reservas estatutarias del Banco	160
Criterios contables	161
Notas a los estados financieros	167
1. Introducción	167
2. Utilización de estimaciones	167
3. Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	168
4. Oro y préstamos de oro	168
5. Activos en monedas	169
6. Préstamos y anticipos	171
7. Instrumentos financieros derivados	171
8. Cuentas por cobrar	172
9. Terrenos, edificios y equipamiento	173
10. Depósitos en monedas	174
11. Depósitos en oro	175
12. Cuentas por pagar	175
13. Otros pasivos	175
14. Capital en acciones	176
15. Reservas estatutarias	176
16. Acciones propias en cartera	177
17. Otras partidas de patrimonio	177
18. Obligaciones por prestaciones postempleo	179
19. Ingresos por intereses	183
20. Gastos por intereses	183
21. Evolución neta de valoración	184
22. Ingresos netos por cuotas y comisiones	184
23. Ganancia/(pérdida) neta de moneda extranjera	184
24. Gastos de operación	185
25. Ganancia neta por venta de títulos disponibles para la venta	185
26. Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro	186
27. Ganancia y dividendos por acción	186
28. Efectivo y equivalentes al efectivo	186
29. Impuestos	186
30. Tipos de cambio	187
31. Partidas fuera de balance	187
32. Compromisos	187
33. Jerarquía de valor razonable	188
34. Tasas de interés efectivas	191

35. Análisis por regiones	192
36. Partes relacionadas	193
37. Pasivos contingentes	195
Suficiencia de capital	196
1. Capital	196
2. Capital económico	196
3. Activos ponderados por riesgo y requerimientos mínimos de capital en el Marco de Basilea II	197
4. Coeficiente de capital de Nivel 1	198
Gestión de riesgos	199
1. Riesgos para el Banco	199
2. Metodología y organización de la gestión de riesgos	199
3. Riesgo de crédito	201
4. Riesgo de mercado	209
5. Riesgo de liquidez	214
6. Riesgo operacional	217
Informe de los auditores independientes	219
Resumen gráfico de los últimos cinco años	220

Organigrama del BPI a 31 de marzo de 2012



* La Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional tiene acceso directo al Comité de Auditoría en materia de cumplimiento.

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

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) tiene por misión prestar apoyo a los bancos centrales 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 2011/12, 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 responsables de promover la estabilidad financiera;
- realizando estudios sobre asuntos relacionados con la política monetaria que han de afrontar 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 a través de sus programas de reuniones para funcionarios de bancos centrales y autoridades supervisoras del sistema financiero, así como a través del Proceso de Basilea, por el que acoge comités y organismos de normalización internacionales y facilita su interacción de manera eficiente y efectiva.

En particular, el BPI presta su sede al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y apoya sus objetivos, que consisten en coordinar a escala internacional la labor de las autoridades financieras nacionales y de los organismos de normalización internacionales con el fin de desarrollar y promover la aplicación de políticas de regulación, supervisión y otras políticas del sector financiero, así como de paliar, en colaboración con las instituciones financieras internacionales, las vulnerabilidades que afectan a los sistemas financieros en pro de la estabilidad financiera mundial.

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 parte, 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 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.

Las dos reuniones bimestrales principales son la Global Economy Meeting y la All Governors' Meeting.

Global Economy 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 aproximadamente cuatro quintos del PIB mundial, y a ella asisten en calidad de observadores los Gobernadores de otros 19 bancos centrales¹. La GEM tiene dos funciones principales: (i) llevar a cabo el seguimiento y evaluación de la evolución, riesgos y oportunidades de la economía y el sistema financiero mundiales; y (ii) orientar la labor de los tres comités de bancos centrales con sede en Basilea: el Comité sobre el Sistema Financiero Global, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, y el Comité de los Mercados. Asimismo, la GEM recibe informes de los presidentes de los comités y decide sobre su publicación.

Dada su considerable dimensión, la Global Economy Meeting recibe el apoyo de un grupo informal conocido como el Comité Económico Consultivo (ECC). Con un máximo de 18 participantes, el ECC está integrado por todos los Gobernadores miembros del Consejo, los Gobernadores de los bancos centrales de la India y Brasil y el Director General del BPI. El ECC elabora propuestas para su posterior consideración por la GEM. Además, el Presidente del ECC formula recomendaciones a la GEM sobre el nombramiento de

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, Colombia, Dinamarca, Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, Finlandia, Grecia, Hungría, Irlanda, Israel, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Portugal, la República Checa y Rumania.

presidentes de los tres comités de bancos centrales mencionados anteriormente y sobre la composición y organización de los mismos.

Mervyn King, Gobernador del Banco de Inglaterra, fue elegido por el Consejo de Administración del BPI para presidir tanto la GEM como el ECC, con efectos desde el 1 de noviembre de 2011, en sustitución de Jean-Claude Trichet, que se retiró de su cargo de Presidente del BCE en esa misma fecha.

All Governors' Meeting

La All Governors' Meeting está integrada por los Gobernadores de los 60 bancos centrales miembros del BPI y está presidida por el Presidente del BPI. En las reuniones bimestrales se tratan una selección de asuntos de interés para sus miembros. En 2011/12 se analizaron los asuntos siguientes:

- el aumento de la inversión en productos financieros vinculados a materias primas y sus efectos sobre los mercados de estas últimas;
- cuestiones actuales relacionadas con la liquidez mundial;
- el endeudamiento, los riesgos y el crecimiento;
- las consecuencias económicas de los programas de adquisición de bonos de los bancos centrales;
- la relevancia de la situación financiera de los bancos centrales para sus políticas; y
- las implicaciones para los bancos centrales de los indicadores económicos procedentes de Internet.

Existen otros dos grupos —el Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, que se reúne también durante las reuniones bimestrales, y el Comité Irving Fisher sobre Estadísticas de Bancos Centrales— cuyo número de miembros supera al de la GEM, por lo que la supervisión de su trabajo recae en la All Governors' Meeting, en virtud de un acuerdo con la GEM y el Consejo de Administración del BPI.

Otras consultas periódicas

Durante las reuniones bimestrales, los Gobernadores de los bancos centrales de (i) las principales economías de mercado emergentes y (ii) pequeñas economías abiertas se reúnen para debatir asuntos de especial relevancia para sus economías.

El Banco organiza reuniones periódicas del Grupo de Gobernadores de Bancos Centrales y Jefes de Supervisión (GHOS), que supervisa el trabajo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS). El GHOS se reunió dos veces a lo largo del año para sopesar las medidas propuestas por el Comité de Basilea para los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB) y evaluar la aplicación del marco regulador de Basilea. En su reunión de junio, el GHOS acordó una serie de propuestas para los G-SIB, entre ellas una metodología para evaluar su importancia sistémica, el capital adicional que se les exigirá y los dispositivos de aplicación escalonada de estos requisitos. En su reunión de enero, el GHOS refrendó la estrategia del Comité de Basilea para identificar las diferencias de enfoque entre los distintos países miembros que podrían generar preocupación prudencial o en materia de competencia desigual. La estrategia consiste en realizar un seguimiento de la adopción por parte de

cada país miembro de las normas mundialmente acordadas y comprobar que cumplan los requisitos mínimos internacionales.

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, para los altos cargos de bancos centrales, el Banco organiza varias reuniones a las que invita a representantes de otras autoridades financieras, del sector 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 solo 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 de alto nivel de Gobernadores, Subgobernadores y directores de autoridades de supervisión organizadas por el Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) en varias regiones del mundo.

Entre las restantes reuniones de este año se encuentran dos que se organizan con menor frecuencia para altos cargos de bancos centrales:

- una reunión especial del BPI para Gobernadores de bancos centrales de América Latina y el Caribe, que se celebró en Basilea con motivo de la Asamblea General Anual de junio de 2011; y
- una reunión de Gobernadores y altos cargos de bancos centrales miembros del BPI de África y otras regiones, celebrada en mayo de 2011, para analizar las cuestiones monetarias y de estabilidad financiera que afectan a África tras la crisis financiera mundial.

El Proceso de Basilea

El Proceso de Basilea remite al papel que presta el BPI al acoger y auspiciar la labor de las secretarías internacionales que trabajan en pro de la normalización y la estabilidad financiera. Un ejemplo clave del Proceso de Basilea es el apoyo que el BPI proporciona al Consejo de Estabilidad Financiera, que coordina a escala mundial el trabajo de autoridades financieras nacionales y organismos de normalización internacionales, y cuyo programa de trabajo ha sido refrendado por los jefes de Estado y de Gobierno del G-20. Otro aspecto del Proceso de Basilea es el mandato otorgado por el BPI a su propio Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) de proporcionar ayuda a las autoridades supervisoras del sector en todo el mundo para reforzar la vigilancia de sus sistemas financieros.

Características del Proceso de Basilea

El Proceso de Basilea se apoya en cuatro pilares: (i) las sinergias generadas por la proximidad de las sedes; (ii) la flexibilidad y apertura en el intercambio de información; (iii) la ayuda que prestan 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. Dichos grupos cuentan con sus propios mecanismos de buen gobierno y estructuras jerárquicas.

Diversos grupos de bancos centrales y autoridades supervisoras establecen los programas de trabajo de los seis comités siguientes:

- el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) elabora normas reguladoras para los bancos y se encarga de la supervisión de las instituciones a nivel individual y en su relación con la supervisión macroprudencial;
- el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) realiza el seguimiento y análisis de cuestiones generales relativas a los mercados y sistemas financieros;
- el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) analiza las infraestructuras 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.

Los tres grupos restantes con sede en el BPI son:

- el FSB;
- la Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI); y
- la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS).

La proximidad física de estos nueve grupos en el BPI crea sinergias que, independientemente de los cambios en sus mecanismos de gobierno, producen un amplio y fructífero intercambio de ideas. Asimismo, al limitar los costes mediante economías de escala, el Proceso de Basilea supone un uso prudente de fondos públicos.

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 contar con las aportaciones de expertos de la comunidad internacional de bancos centrales, reguladores financieros y supervisores, y otras autoridades públicas nacionales e internacionales.

Apoyo de los conocimientos y experiencia del BPI. La labor de los comités con sede en Basilea se basa en la información procedente de los estudios económicos del BPI y de 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 para la realización de sus operaciones bancarias.

Divulgación. El FSI facilita la divulgación de la labor que llevan a cabo los organismos de normalización entre las organizaciones oficiales.

Actividades de los grupos con sede en el BPI en 2011/12

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

Consejo de Estabilidad Financiera

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) coordina el trabajo de las autoridades financieras nacionales y organismos de normalización internacionales, y desarrolla políticas para reforzar la estabilidad financiera mundial. Realiza un seguimiento minucioso de la aplicación plena y coherente de estas políticas.

Más concretamente, el mandato del FSB otorgado por el G-20 implica:

- evaluar las vulnerabilidades que afectan al sistema financiero mundial e identificar y examinar las medidas de regulación y supervisión y las actuaciones que resulten necesarias para afrontar dichas vulnerabilidades y 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;
- realizar un seguimiento de las mejores prácticas para el cumplimiento de la normativa reguladora y prestar asesoramiento al respecto;
- efectuar análisis estratégicos conjuntos de las políticas desarrolladas por los organismos de normalización internacionales para que trabajen de forma oportuna, coordinada y centrada en las prioridades, y para que solucionen cualquier laguna;
- fomentar la constitución de órganos colegiados de supervisión y proporcionarles directrices;
- 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.

Entre los miembros del FSB, se cuentan altos cargos de ministerios de Finanzas, bancos centrales y agencias de regulación y supervisión de 24 países y territorios², así como el BCE y la Comisión Europea, además de representantes de instituciones financieras internacionales y organismos de normalización internacionales y de bancos centrales³.

² Los países miembros del G-20 más España, Hong Kong RAE, los Países Bajos, Singapur y Suiza.

³ Las instituciones financieras internacionales son el BPI, el FMI, la OCDE y el Banco Mundial. Los organismos de normalización internacionales y de bancos centrales son el BCBS, el CGFS, el CPSS, el Consejo Internacional de Normas de Contabilidad (IASB), la IAIS y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO).

El FSB estuvo presidido por Mario Draghi, Gobernador del Banco de Italia, hasta noviembre de 2011, cuando éste asumió el cargo de Presidente del BCE. Mark Carney, Gobernador del Banco de Canadá, le sucedió en la presidencia del FSB. El FSB también nombró Vicepresidente a Philipp Hildebrand, Presidente del Banco Nacional de Suiza⁴.

El FSB opera a través de reuniones plenarias de sus miembros, en las que se nombra al Presidente del FSB y se designa un Comité de Orientación. El FSB cuenta asimismo con tres comités permanentes:

- 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, Alto Subgobernador del Banco de Canadá.

El pleno ha establecido también diversos grupos de trabajo, que actualmente cubren una serie de campos técnicos. El FSB cuenta con el apoyo de una Secretaría, con sede en el BPI, con 24 empleados.

Las reuniones plenarias se celebraron en abril, julio y octubre de 2011 y enero de 2012. Como se detalla más adelante, el FSB desarrolló actividades en numerosas áreas a lo largo del año, y varias de las iniciativas políticas aprobadas en los plenos fueron refrendadas en noviembre por los líderes del G-20 en la Cumbre de Cannes.

Ejercicios de alerta temprana

Dentro de sus actividades periódicas, el FSB llevó a cabo en abril y septiembre dos ejercicios de alerta temprana en colaboración con el FMI. El Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI y los ministros de finanzas y Gobernadores de bancos centrales de los países del G-20 recibieron una presentación confidencial de los resultados obtenidos y las acciones recomendadas; el FSB centró su atención en las vulnerabilidades y los retos del sistema financiero en materia reguladora, y el FMI se concentró en las vulnerabilidades macroeconómicas y macrofinancieras.

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

En su Cumbre de Seúl en 2010, los líderes del G-20 refrendaron el marco del FSB para afrontar el riesgo sistémico y el riesgo moral asociados a las SIFI. En 2011 se elaboraron políticas cruciales para la aplicación de dicho marco, y se establecieron calendarios y procesos para llevarlas a efecto.

Entre estas medidas se incluyen:

- una nueva norma internacional destinada a aportar coherencia a los regímenes nacionales de resolución bancaria para hacer posible que cualquier institución financiera en dificultades sea resuelta sin perturbar

⁴ Hildebrand dimitió de la vicepresidencia en junio de 2012, tras su dimisión del Banco Nacional de Suiza. El FSB aún no ha nombrado un nuevo Vicepresidente.

el sistema financiero ni exponer al contribuyente al riesgo de pérdidas (el 4 de noviembre, el FSB anunció y publicó esta norma con el título *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*);

- una evaluación obligatoria de resolubilidad y un plan de recuperación y resolución para todas y cada una de las SIFI mundiales (G-SIFI, instituciones claramente sistémicas a nivel mundial), así como un acuerdo de cooperación transfronteriza entre las autoridades pertinentes para cada G-SIFI;
- requerimientos, elaborados a través del BCBS, que obligan a los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB) a mantener reservas adicionales de capital ordinario por encima de los mínimos establecidos en Basilea III;
- un aumento de la intensidad y eficacia de la supervisión, a través de medidas como el fortalecimiento de los mandatos, recursos y potestades, y el endurecimiento de las expectativas de los supervisores en materia de gestión de riesgos y capacidad de agregación de datos de las entidades.

La norma internacional establecida en el documento *Key attributes of effective resolution regimes* se ocupa de las deficiencias de las herramientas existentes y de los marcos jurídicos nacionales que obstaculizan la resolución de instituciones sistémicas en dificultades, incluyendo las G-SIFI, que requieren una resolución transfronteriza. La aplicación de dicha norma exigirá reformas legislativas en numerosas jurisdicciones.

El 4 de noviembre, en su documento *Policy measures to address systemically important financial institutions*, el FSB publicó una lista inicial de 29 G-SIFI a las que se aplicarán los requerimientos de planificación de resolución a partir de 2012. Esta lista se actualizará con periodicidad anual y se publicará en el mes de noviembre.

Mejora de los mercados de derivados OTC y de materias primas

El G-20 se ha comprometido a mejorar el funcionamiento, la transparencia y la vigilancia del mercado de derivados OTC para finales del 2012 mediante una mayor normalización, la compensación centralizada, una plataforma de negociación regulada y la inscripción de todas las operaciones en registros (*trade repositories*). El FSB ha creado dos grupos para impulsar estas reformas y realizar su seguimiento: el Grupo de Trabajo de Derivados OTC (ODWG) y el Grupo de Coordinación de Derivados OTC (ODCG). El ODWG emitió informes en abril y octubre de 2011 sobre los avances en la aplicación de estas mejoras. El FSB ha continuado apremiando a sus miembros para que cumplan el plazo de finales de 2012 y garanticen la coherencia en la aplicación entre las distintas jurisdicciones. El ODCG se creó en noviembre de 2011, a fin de mejorar la coordinación y coherencia de los distintos procesos de reforma internacional, y está compuesto por los Presidentes del BCBS, CGSF, CPSS, FSB y OICV/IOSCO.

Fortalecimiento de la vigilancia y regulación del «sistema bancario paralelo»

El «sistema bancario paralelo» (*shadow banking*) —intermediación crediticia a través de entidades y actividades fuera del perímetro regulador bancario— puede ser una fuente de riesgo sistémico tanto directamente como a través de su interconexión con el sistema bancario convencional. Las entidades que integran este sistema también pueden crear oportunidades de arbitraje que podrían minar una regulación bancaria más estricta y ocasionar una mayor acumulación de riesgos y apalancamiento en el sistema financiero en su conjunto.

En 2011, el FSB realizó el primero de una serie programada de ejercicios de seguimiento exhaustivo destinados a evaluar los riesgos procedentes del «sistema bancario paralelo». Asimismo, se iniciaron los trabajos encaminados a elaborar, para finales de 2012, las necesarias recomendaciones de política reguladora sobre cinco aspectos fundamentales de la vigilancia del «sistema bancario paralelo»:

- las interacciones de los bancos con entidades pertenecientes al «sistema bancario paralelo» (incluyendo la supervisión consolidada, los requerimientos de capital en función del riesgo para las posiciones frente a bancos y el respaldo implícito);
- los fondos del mercado monetario y su susceptibilidad a pánicos y otros riesgos sistémicos;
- la regulación de otras entidades del «sistema bancario paralelo»;
- la titulización, incluidos los requisitos de retención y transparencia; y
- los préstamos de valores y las operaciones de recompra (pudiendo incluir medidas sobre márgenes y descuentos).

Seguimiento de fondos cotizados en bolsa

En abril de 2011, el FSB publicó una nota sobre los potenciales riesgos para la estabilidad financiera derivados de la reciente rapidez del crecimiento y la innovación en el mercado de los fondos cotizados en bolsa (ETF). Dicha nota animaba al sector financiero a adaptar sus prácticas de gestión de riesgos, divulgación de información y transparencia al ritmo de las innovaciones en este mercado. El FSB continuará realizando un atento seguimiento de la evolución del mercado de ETF y se planteará acciones de política conforme sean necesarias.

Desarrollo de marcos y herramientas macroprudenciales

Como respuesta a una solicitud formulada en la Cumbre del G-20 en noviembre de 2010, el FSB, el FMI y el BPI publicaron conjuntamente en octubre de 2011 un informe sobre los avances en los marcos y herramientas de la política macroprudencial. El mensaje central del informe era que la eficacia de los marcos macroprudenciales exige un entorno institucional capaz de: (i) garantizar un diálogo franco y abierto entre los responsables de las políticas macroprudenciales acerca de las políticas que podrían afectar al riesgo sistémico; (ii) resolver conflictos entre los objetivos y los instrumentos de dichas políticas; y (iii) movilizar las herramientas adecuadas para limitar el riesgo sistémico.

Mejoras en la recopilación de datos

La iniciativa para subsanar carencias en los datos forma parte de las 20 recomendaciones que formularon el FMI y el FSB en su informe de noviembre de 2009, titulado *The financial crisis and information gaps*. En 2010, el FSB creó un grupo encargado de idear formas de llevar a cabo el seguimiento de los vínculos financieros entre G-SIFI y la concentración de exposiciones en el sistema financiero.

En un documento de consulta publicado en octubre con el título *Understanding financial linkages: a common data template for global systemically important banks*, el FSB proponía una nueva plantilla de datos para los G-SIB que mejoraría sustancialmente la información sobre los vínculos entre ellos, clasificando sus exposiciones y dependencias de financiación por entidad de contrapartida, así como por mercado, sector e instrumento. La nueva plantilla se introduciría de forma escalonada.

Se han producido avances sustanciales en la respuesta a las cuestiones jurídicas y de política asociadas con el intercambio de información comercialmente delicada. En la fase de aplicación inicial del proyecto solo se intercambiarán datos entre supervisores.

Impulso de la transparencia mediante el identificador de entidad jurídica

En la Cumbre celebrada en Cannes en noviembre de 2011, los líderes del G-20 solicitaron al FSB que recomendara un sistema mundial de identificación de entidad jurídica (LEI) que permitiera identificar de forma exclusiva a las contrapartes en las operaciones financieras. El FSB está trabajando para emitir una recomendación al respecto a tiempo para la Cumbre de los líderes del G-20 que tendrá lugar en junio de 2012.

Perfeccionamiento de las normas contables

El G-20 y el FSB apoyan el desarrollo de un único conjunto de normas contables de gran calidad a escala internacional. Con este fin, el FSB continúa alentando al IASB y al Consejo Estadounidense de Normas de Contabilidad (FASB) a que completen su proyecto de convergencia, y está realizando un seguimiento de sus avances en la aplicación de las recomendaciones contables específicas efectuadas por el G-20 y el FSB. Ambos Consejos contables realizaron progresos en 2011, pero su trabajo continúa en otros ámbitos de convergencia.

Seguimiento de la aplicación y fomento de la adhesión a las normas internacionales

Con el fin de mejorar el seguimiento de las reformas financieras acordadas por el G-20 y el FSB, este último, en colaboración con los organismos de normalización pertinentes, ha establecido un Marco de Coordinación para el Seguimiento de la Aplicación (CFIM), que se anunció en octubre y fue refrendado en la Cumbre de Cannes.

El programa de trabajo del CFIM viene marcado por el pleno del FSB, que determina los ámbitos en los que la aplicación de reformas resulta especialmente importante para la estabilidad financiera mundial. El CFIM

garantiza que estos ámbitos se sometan a un seguimiento más intensivo con informes detallados. Los ámbitos prioritarios actuales son los marcos de Basilea II, Basilea 2.5 y Basilea III; las reformas de los mercados de derivados OTC; las prácticas retributivas; las políticas para las G-SIFI; los marcos de resolución; y el «sistema bancario paralelo».

El mecanismo de seguimiento más intensivo del FSB es el programa de evaluación *inter pares*, a través de su Comité Permanente de Aplicación de Normas, para evaluar la adopción de las normas financieras internacionales y las políticas del FSB por parte de las jurisdicciones que lo integran. Anteriormente, el FSB ya había completado evaluaciones *inter pares* nacionales para Australia, España, Italia y México, y en 2012 concluyó las de Canadá y Suiza.

El FSB culminó una evaluación *inter pares* temática de los sistemas de seguro de depósitos y realizó asimismo una segunda evaluación de las prácticas retributivas. Tras ella, los líderes del G-20 solicitaron al FSB: (i) un seguimiento continuo e informes públicos sobre las prácticas retributivas; y (ii) un proceso para la gestión bilateral entre las autoridades nacionales para responder a la preocupación de las entidades por la justa competencia.

En marzo de 2010, el FSB comenzó a evaluar y alentar la adhesión de las jurisdicciones a las normas para la cooperación supervisora y reguladora y el intercambio de información a escala internacional. En noviembre de 2011, el FSB publicó una lista con todas las jurisdicciones evaluadas, incluidas las que se consideran no cooperativas.

Principios para la concesión de créditos hipotecarios

En octubre, siguiendo las recomendaciones de una evaluación *inter pares* realizada en marzo, el FSB emitió un documento de consulta en el que se establecían unos principios para la concesión responsable de créditos hipotecarios. La publicación de la versión final de los mismos estaba prevista para abril de 2012.

Mejora de la protección financiera del consumidor

En octubre de 2011, el FSB publicó un informe, elaborado en colaboración con la OCDE y otros organismos internacionales, que cubre las iniciativas para políticas, los nuevos mecanismos institucionales y la labor reguladora y supervisora en ámbitos relacionados con la protección financiera del consumidor. Este informe señala carencias en las que el incremento de la cooperación internacional podría contribuir a mejorar la protección del consumidor y la estabilidad financiera.

Temas de estabilidad financiera en economías de mercado emergentes y economías en desarrollo

En respuesta a una solicitud del G-20, un grupo de trabajo especial del FSB elaboró un informe sobre asuntos de estabilidad financiera de especial interés para las economías de mercado emergentes y las economías en desarrollo. En colaboración con representantes del FMI, el Banco Mundial y altos responsables de las políticas económicas de algunas de las economías que

no forman parte del FSB, el grupo de trabajo determinó los asuntos principales, entre ellos orientaciones para la aplicación de las normas internacionales; cooperación en materia de supervisión transfronteriza; regulación y supervisión de las entidades no bancarias de crédito y depósito a pequeña escala; la gestión del riesgo de tipo de cambio; y el desarrollo de mercados de capital nacionales. El informe, que fue refrendado en la Cumbre de Cannes por los líderes del G-20, recomienda posibles formas de afrontar estos problemas para las autoridades nacionales y posibles medidas de apoyo por la comunidad internacional. El FSB realizará un seguimiento de los avances para aplicar dichas recomendaciones.

Grupos consultivos regionales

Para facilitar su interacción con un mayor grupo de países, el FSB estableció seis grupos consultivos regionales que reúnen a los miembros del FSB y a otras 64 jurisdicciones de las Américas, Asia, la Comunidad de Estados Independientes, Europa, Oriente Medio y el Norte de África, y el África subsahariana. Dichos grupos analizan las vulnerabilidades que afectan a los sistemas financieros regionales y mundiales, y las iniciativas de estabilidad financiera del FSB y de las diferentes jurisdicciones. Las primeras reuniones de estos grupos tuvieron lugar a finales de 2011 y a principios de 2012.

Capacidad, recursos y gobierno del FSB

El FSB ha mejorado su transparencia, su rendición de cuentas al sector público y sus procesos internos ampliando la información que proporciona en su sitio web, incluida la composición del pleno, del Comité de Orientación y del Comité Permanente; recurriendo con mayor frecuencia a la consulta pública; y mejorando el equilibrio geográfico e institucional de los miembros del Comité de Orientación. A instancias del G-20 en su Cumbre de Cannes, el FSB presentará propuestas en la Cumbre de Los Cabos de 2012 para seguir fortaleciendo su capacidad, recursos y gobierno, manteniendo al mismo tiempo fuertes lazos con el BPI.

FSB: www.financialstabilityboard.org

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) tiene por misión fortalecer la cooperación en materia de supervisión y mejorar 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.

El Comité, que normalmente se reúne cuatro veces al año, está compuesto por representantes de alto nivel de las autoridades supervisoras bancarias y de los bancos centrales responsables de la supervisión bancaria o los asuntos de estabilidad financiera en los países miembros del Comité. El Grupo de Gobernadores y Jefes de Supervisión (GHOS) es el órgano de gobierno del Comité de Basilea y está compuesto por Gobernadores

de bancos centrales y por jefes de supervisión de otras instituciones pertenecientes a los países miembros.

En 2011 se produjeron relevos en la presidencia tanto del GHOS como del Comité. En noviembre, Mervyn King, Gobernador del Banco de Inglaterra, sucedió a Jean-Claude Trichet como Presidente del GHOS; y en julio, Stefan Ingves, Gobernador del Sveriges Riksbank, sucedió a Nout Wellink al frente del Comité.

Marco regulador de Basilea y cuestiones de supervisión

El marco de Basilea III, publicado por el Comité en diciembre de 2010, supone una reforma extensa de la regulación, la supervisión y la gestión de riesgos del sector bancario. Sus medidas fortalecen la regulación microprudencial (a nivel de entidad), lo cual contribuirá a dotar a las entidades bancarias de mayor capacidad de reacción en periodos de tensión; y refuerzan la vigilancia de los riesgos macroprudenciales (del sistema en su conjunto), que pueden acumularse por todo el sector bancario e irse amplificando en cada fase del ciclo económico. Estos dos enfoques de supervisión son complementarios, ya que la mayor resistencia a nivel de entidad reduce el riesgo de alteraciones en todo el sistema. Desde la publicación de Basilea III, el Comité se ha centrado en la aplicación del marco y en el desarrollo de nuevas normas y orientaciones reguladoras.

Bancos de importancia sistémica mundial

Afrontar los riesgos que comportan los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB) forma parte del esfuerzo general de los líderes del G-20 para dar respuesta a la crisis financiera. El trabajo del Comité de Basilea sobre los G-SIB, unido a las labores al respecto del FSB y otros organismos, tiene por objeto mitigar el problema de las entidades «demasiado grandes para quebrar», asociado a las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFI). En noviembre, tras una minuciosa revisión de los comentarios públicos, el Comité emitió un conjunto definitivo de normas que conforman su marco regulador para los G-SIB. Este marco aborda la metodología para evaluar la importancia sistémica mundial; la capacidad adicional de absorción de pérdidas de que deberían disponer los G-SIB; y las fases en las que se irá introduciendo la exigencia de dicha capacidad adicional. Estas normas obedecen a la constatación de que las externalidades negativas transfronterizas que generan los G-SIB requieren medidas de mayor alcance que las previstas por el marco de Basilea III. Estas normas aumentarán la capacidad de absorber pérdidas de los G-SIB mientras continúan con su actividad como entidades viables y reducirán sus probabilidades de quiebra.

La metodología de evaluación de los G-SIB comprende cinco amplias categorías: tamaño, interconexión, falta de sustitutos rápidamente disponibles o de infraestructura de la institución financiera, actividad mundial (interjurisdiccional) y complejidad.

De acuerdo con la exigencia de capacidad adicional de absorción de pérdidas, los G-SIB tendrán que mantener capital ordinario por encima del importe mínimo establecido en Basilea III. En función de la importancia

sistémica de cada G-SIB, éste deberá mantener un cociente adicional de capital ordinario de Nivel 1 (CET1) de entre el 1% y el 2,5% de sus activos ponderados por riesgo (en versión abreviada, entre 1% y 2,5% CET1). Para disuadir a los G-SIB de que adquieran aún más importancia sistémica, las normas especifican la imposición de un suplemento de capital de hasta el 3,5% CET1 en caso de que la evaluación de su importancia sistémica se incremente materialmente por encima de los niveles actuales.

Los requerimientos para una mayor capacidad de absorción de pérdidas se irán introduciendo entre el 1 de enero de 2016 y finales de 2018, y adquirirán plena vigencia el 1 de enero de 2019. Este calendario está en consonancia con el previsto para la introducción de los colchones anticíclico y de conservación de capital de Basilea III.

En octubre, el Grupo de Evaluación Macroeconómica (MAG), creado conjuntamente por el FSB y el BCBS, publicó un informe titulado *Assessment of the macroeconomic impact of higher loss absorbency for global systemically important banks*, en el que concluía que el refuerzo de la norma de capital para los G-SIB sin duda acarrearía muchas más ventajas que desventajas. Es probable que, en el peor de los casos, la norma tenga un impacto negativo momentáneo y de poca importancia sobre el producto agregado durante el periodo de transición; sin embargo, reportará un beneficio neto permanente mucho mayor, al reducir el riesgo de crisis financieras, que pueden tener efectos a largo plazo sobre la economía. El MAG estimó que estas propuestas para los G-SIB, junto con las contenidas en Basilea III, supondrán un beneficio anual permanente de hasta un 2,5% del PIB, muy por encima de la desaceleración momentánea del crecimiento anual que acarrearían transitoriamente las reformas.

Liquidez

El principio fundamental del coeficiente de cobertura de liquidez (LCR) de Basilea III es que los bancos deben conservar suficientes activos líquidos de alta calidad para satisfacer sus necesidades de liquidez en momentos de tensión. En enero, el GHOS reafirmó su compromiso de introducir el LCR como norma mínima en 2015 y aclaró que los activos líquidos acumulados en épocas de bonanza están destinados a su uso en épocas de tensión. El Comité elaborará nuevas orientaciones sobre las circunstancias que justificarían el uso de dichos activos.

El GHOS refrendó el enfoque del Comité para resolver la preocupación por los activos admisibles para cumplir el LCR y con su investigación de algunos aspectos del calibrado de los flujos netos de salida de efectivo. Asimismo, el Comité seguirá examinando la interacción de los bancos centrales con las entidades de crédito en periodos de tensión, para garantizar que el funcionamiento del LCR no interfiera con los objetivos de los bancos centrales. Ninguna de las modificaciones destinadas a resolver problemas alterará materialmente la perspectiva subyacente al marco. El GHOS pidió al Comité que publicara su paquete definitivo a finales de 2012.

Una vez culminada la revisión del LCR, el Comité centrará su atención en el coeficiente de financiación estable neta (NSFR), cuya introducción como

norma mínima está prevista para 2018. El NSFR se ha diseñado con el fin de limitar la excesiva dependencia de los bancos de financiación mayorista a corto plazo, así como de promover una estructura sostenible de vencimientos de los activos y pasivos.

Derivados

Durante el año, el Comité abordó las exposiciones de los bancos a entidades de contrapartida central y al riesgo de crédito de contraparte en operaciones bilaterales.

Exposiciones a entidades de contrapartida central (CCP). El 2 de noviembre, el Comité propuso requerimientos de capital para las exposiciones de los bancos a CCP. El objetivo es promover un mayor uso de las CCP para las operaciones con derivados, garantizando a la vez que los bancos dispongan de la capitalización adecuada frente a sus exposiciones. Al sopesar los comentarios públicos a su propuesta, el Comité tendrá en cuenta también el conjunto más amplio de reformas que están proponiendo otros organismos de normalización para garantizar que sus efectos combinados proporcionen a los bancos incentivos para recurrir de forma preferente a las CCP en lugar de a acuerdos bilaterales.

Riesgo de crédito de contraparte bilateral. Basilea II abordaba el riesgo de impago de la contraparte y el riesgo de migración crediticia, pero no las pérdidas valoradas a precios de mercado ocasionadas por ajustes de valoración del crédito (CVA). Sin embargo, durante la crisis financiera aproximadamente dos tercios de las pérdidas atribuidas al riesgo de crédito de contraparte se debieron a CVA y solo en torno a un tercio obedecieron a quiebras reales. Por tanto, el Comité finalizó en junio el tratamiento de capital que se aplicará al riesgo de crédito de contraparte en operaciones bilaterales conforme a Basilea III. La nueva versión del tratamiento modifica levemente el CVA, que equivale al riesgo de pérdidas ocasionado por las variaciones de la calidad crediticia de una contraparte (también denominado valor de mercado del riesgo de crédito de contraparte).

El Comité estima que, con la adición de este requerimiento de capital por riesgo de CVA, los requerimientos de capital por riesgo de crédito de contraparte conforme a Basilea III prácticamente duplicarán a los establecidos en Basilea II (donde el riesgo de crédito de contraparte solo se capitalizaba para el riesgo de impago).

Riesgo de crédito propio

El Comité emitió en diciembre un documento de consulta sobre la aplicación a los derivados de los ajustes del riesgo de crédito propio. Las normas de Basilea III van encaminadas a garantizar que el deterioro de la solvencia propia de un banco no conduzca simultáneamente a un incremento de su capital ordinario como consecuencia de la pérdida de valor de su pasivo. El documento de consulta proponía que, al calcular el CET1, se dedujeran plenamente los ajustes de valoración del débito (DVA) para las operaciones con derivados OTC y la financiación con valores.

Preguntas frecuentes sobre Basilea III

Tras la publicación de Basilea III en diciembre de 2010, el Comité publicó una lista de preguntas frecuentes con sus respuestas. A fin de promover la coherencia en la aplicación de Basilea III en todo el mundo, el Comité actualizará periódicamente esta lista e incluirá en las respuestas cualquier desarrollo técnico necesario, así como orientaciones para la interpretación del marco.

Seguimiento de la aplicación y de la coherencia internacional

A través de su Grupo de Aplicación de Normas, el Comité ha establecido sistemas para revisar la aplicación de las normas de capital en pro de la coherencia internacional, y para publicar periódicamente los resultados de estos exámenes. Un sistema de evaluación *inter pares* realizará el seguimiento del calendario de aplicación por parte de sus miembros del marco de capital regulador de Basilea, que incluye Basilea II, Basilea 2.5 (relacionado sustancialmente con las posiciones en la cartera de negociación) y Basilea III. Se examinará la conformidad de las legislaciones y regulaciones de los miembros con los requerimientos mínimos internacionalmente acordados. Además, el Comité examinará el cálculo de los activos ponderados por riesgo tanto en la cartera de inversión como en la de negociación, a fin de garantizar que los resultados de la aplicación de las nuevas normas guarden coherencia entre los distintos bancos y jurisdicciones.

El *Informe sobre los avances en la aplicación de Basilea III* publicado por el Comité en octubre de 2011 se actualizó en abril de 2012 y seguirá actualizándose de forma periódica. Los informes de situación obedecen a la intención del Comité de que los países miembros apliquen de forma plena y coherente Basilea II, Basilea 2.5 y Basilea III dentro de los plazos acordados.

Principios Básicos

En diciembre, el Comité publicó un documento de consulta sobre la revisión de sus *Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz* y de la metodología de evaluación asociada a ellos. La revisión se ocupa de muchas de las carencias significativas en materia de gestión de riesgos y otras vulnerabilidades que puso de manifiesto la crisis financiera mundial. Asimismo, toma en cuenta varias de las principales tendencias y acontecimientos de los pasados años de perturbaciones en los mercados: la mayor prominencia de los bancos de importancia sistémica y el consiguiente aumento de la demanda de recursos supervisores; la necesidad de una perspectiva que abarque el sistema en su conjunto para afrontar el riesgo sistémico; y la atención creciente a medidas de gestión, recuperación y resolución de crisis que reduzcan tanto la probabilidad como las consecuencias de una quiebra bancaria.

La propuesta de revisión fusiona los Principios Básicos y la metodología de evaluación en un solo documento. En él, los Principios se ordenan conforme a una estructura más lógica, que realza las diferencias entre lo que se espera de los supervisores y lo que éstos esperan de los bancos. El Comité tiene previsto publicar la versión definitiva en 2012.

Revisión de la cartera de negociación

El Comité de Basilea está realizando una revisión fundamental del tratamiento que se aplica al capital regulador para las posiciones de la cartera de negociación. Estas posiciones incluyen posiciones en instrumentos financieros y materias primas mantenidos con fines de negociación o como cobertura de otras actividades de negociación. En virtud del marco sobre riesgo del mercado del Comité, las posiciones en la cartera de negociación están sujetas a requerimientos de capital adicionales relacionados con los riesgos de tasa de interés, de tipo de cambio, de exposición a renta variable y de materias primas. El Comité tiene previsto realizar una consulta pública sobre sus propuestas de revisión del marco de riesgo del mercado en 2012.

Divulgación

Definición de capital. Durante la crisis financiera, las deficiencias en la divulgación de las posiciones de capital de los bancos agravaron la incertidumbre, al obstaculizar las evaluaciones y comparaciones entre jurisdicciones de los participantes en el mercado y los supervisores. En un documento de consulta publicado el 19 de diciembre, el Comité de Basilea propuso unas normas de divulgación de información para mejorar la transparencia y comparabilidad de la base de capital de los bancos y así reforzar la disciplina de mercado.

Remuneración. Garantizar que la remuneración está efectivamente alineada con el riesgo y el rendimiento es esencial para prevenir la excesiva asunción de riesgos. En la práctica, resulta complicado reflejar en las remuneraciones de los empleados los riesgos que éstos asumen en nombre de sus organizaciones. El 1 de julio se publicó una serie de requisitos adicionales del Tercer Pilar relativos a las remuneraciones, a fin de promover la disciplina del mercado permitiendo a los participantes evaluar la calidad de las prácticas retributivas de los bancos. Estos requisitos deberían contribuir a aumentar la coherencia en la divulgación de información sobre remuneraciones. Los requisitos constituyen una actualización de la orientación suplementaria al Segundo Pilar emitida por el Comité en julio de 2009, y tienen en cuenta la declaración realizada por el FSB en 2009 de principios retributivos y normas de aplicación.

También sobre el tema de las remuneraciones, el Comité publicó en mayo de 2011 el documento titulado *Range of methodologies for risk and performance alignment of remuneration*, que se centra en temas prácticos y técnicos relacionados con los *bonus pools* y los esquemas retributivos. Aclara el diseño de las remuneraciones ajustadas por riesgo y subraya los factores que podrían limitar la eficacia de las metodologías por riesgo. Mediante ejemplos de prácticas bancarias y experiencias de supervisión hasta la fecha, el informe también ofrece un retrato anecdótico de las actuales prácticas retributivas del sector.

Riesgo operacional

El marco regulador para la suficiencia del capital prevé que la disciplina sobre el riesgo operacional continúe desarrollándose gradualmente y converja hacia una franja más estrecha de prácticas eficaces de medición y gestión del riesgo. Con este fin, el Comité publicó dos documentos en junio. El primero de ellos, titulado *Principles for the sound management of operational risk*, cubre tres temas generales: el buen gobierno, la gestión del riesgo y la divulgación de información. En él, se destaca la evolución de las prácticas del sector y la experiencia supervisora en estos ámbitos desde la publicación de la versión anterior del documento en 2003.

El segundo documento, titulado *Operational risk – supervisory guidelines for the advanced measurement approaches*, establece orientaciones de supervisión relativas al buen gobierno, los datos y los procesos de modelización.

Financiación del comercio

Tras evaluar el impacto de Basilea II y Basilea III sobre la financiación del comercio con países de renta baja, el Comité adoptó en octubre dos modificaciones técnicas al marco de Basilea para la suficiencia del capital regulador. Dichas modificaciones tienen por objeto facilitar el comercio con países de renta baja mejorando su acceso a la financiación del comercio y reduciendo el coste de sus instrumentos. El Comité llevó a cabo su evaluación en colaboración con el Banco Mundial, la Organización Mundial del Comercio y la Cámara de Comercio Internacional.

Auditoría

En diciembre, el Comité publicó una revisión de las orientaciones de supervisión para evaluar la eficacia del servicio de auditoría interna de los bancos. Este trabajo forma parte del esfuerzo continuo del Comité por fomentar la solidez de las prácticas en los bancos. Este documento es una actualización, especialmente a la luz de la crisis financiera mundial, de otro documento publicado en 2001 con el título *Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors*.

Resolución

El Comité publicó en julio un informe sobre la situación de las reformas de las políticas nacionales necesarias para establecer unos regímenes efectivos de resolución transfronteriza de SIFI. En marzo de 2010, el Comité emitió 10 recomendaciones al respecto, y en noviembre de ese mismo año el FSB solicitó un informe sobre los avances realizados. Este informe concluía que en muchas jurisdicciones no se han producido avances, y subrayaba la necesidad de acelerar las reformas.

Protección crediticia de coste elevado

Los supervisores han comenzado a preocuparse por algunas operaciones recientes de protección crediticia y por las posibilidades de arbitraje de capital regulador que acarrearán. En diciembre, el Comité emitió un comunicado para alertar a los bancos de que los supervisores realizarán un atento escrutinio

de las transferencias del riesgo de crédito. En él, el Comité expresaba su deseo de que los supervisores examinen dichas transferencias en dos contextos: las normas del marco de titulización de Basilea y el marco más amplio del Segundo Pilar sobre el proceso del examen supervisor y la evaluación de la suficiencia del capital.

Comité de Basilea: www.bis.org/bcbs

Comité sobre el Sistema Financiero Global

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) sigue de cerca la evolución de los mercados financieros mundiales y analiza sus implicaciones para la estabilidad financiera. El CGFS está presidido por William C. Dudley, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, que el 1 de enero de 2012 sucedió en el cargo a Mark Carney, Gobernador del Banco de Canadá. El CGFS está formado por los Subgobernadores y otros altos cargos de los bancos centrales de 23 economías avanzadas y de mercado emergentes, junto con el Asesor Económico del BPI.

Durante el año, los recientes problemas de la deuda soberana en la zona del euro marcaron buena parte de las discusiones del Comité, en las que se estudiaron políticas que pudieran evitar el contagio entre bonos soberanos y destruir el vínculo entre el riesgo soberano y los problemas de financiación de los bancos. Los miembros del Comité también examinaron las implicaciones mundiales del desapalancamiento bancario en las economías avanzadas, incluido el riesgo de contagio a las economías de mercado emergentes. También fueron temas importantes de debate las repercusiones económicas y financieras del terremoto de Japón y las posibles perturbaciones derivadas de la realización de otros riesgos.

Para profundizar en la comprensión de los problemas de las políticas actuales e investigar las posibles políticas de respuesta de los bancos centrales, el Comité encargó una serie de análisis en profundidad a grupos de trabajo formados por expertos de bancos centrales. Entre los temas tratados figuran:

- el riesgo de crédito soberano y las condiciones de financiación de los bancos;
- los efectos de las reformas regulatoras y contables en materia de estrategias de renta fija de los inversores institucionales; y
- las repercusiones macrofinancieras de las configuraciones alternativas para acceder a las CCP en mercados de derivados OTC.

El Comité también realizó su aportación a otros foros de políticas económicas. Por ejemplo, para el G-20, contribuyó al debate sobre la liquidez mundial con un informe que desarrollaba el punto de vista de los bancos centrales sobre conceptos y políticas pertinentes. Asimismo, el CGFS prosiguió con sus planes para subsanar las carencias en los datos estadísticos, con un acuerdo sobre mejoras sustanciales de las estadísticas bancarias internacionales del BPI, actuando como órgano de gobierno. Dichas mejoras ayudarán a subsanar las carencias que aún presentan los datos recabados y aumentarán la utilidad de las estadísticas en varios ámbitos cruciales:

- seguimiento de las posiciones crediticias de los sistemas bancarios nacionales;
 - atención a la evolución de la oferta de crédito bancario y los patrones de financiación bancaria; y
 - medición del riesgo de financiación bancaria.
- 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 las infraestructuras de los mercados financieros mediante la promoción de sistemas de pago, compensación y liquidación seguros y eficientes, y es un organismo de normalización internacionalmente reconocido en estos ámbitos. Está formado por altos cargos de 25 bancos centrales, y desde marzo de 2012 su Presidente es Paul Tucker, Subgobernador del Banco de Inglaterra para la Estabilidad Financiera, que sucedió en el cargo a William C. Dudley, Presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Nuevas normas

El CPSS y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) previeron para abril de 2012 la publicación conjunta de los *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*, que habían sido objeto de un informe consultivo en marzo de 2011. Este documento establece nuevas normas internacionales para gobernar las infraestructuras del mercado financiero (FMI) de importancia sistémica: sistemas de pago, centrales depositarias de valores, sistemas de liquidación de títulos, entidades de contrapartida central (CCP) y registros de operaciones. Los 24 principios reflejan las lecciones extraídas de la reciente crisis financiera, así como la experiencia adquirida al aplicar las normas existentes durante la última década.

Los principios sustituyen los tres conjuntos anteriores de normas del CPSS y de CPSS-OICV/IOSCO, en particular los *Principios Básicos para los sistemas de pago de importancia sistémica* (2001); las *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores* (2001) y las *Recomendaciones para entidades de contrapartida central* (2004). El CPSS y la OICV/IOSCO consideran que un único conjunto de principios proporcionará una mayor coherencia en la vigilancia y la regulación de las FMI en todo el mundo.

En comparación con las normas existentes, los nuevos principios introducen requisitos más estrictos para las FMI. Quizás los cuatro ámbitos más esenciales en los que esto ocurre sean el de los recursos financieros y los procedimientos de gestión del riesgo mediante los que una FMI hace frente a participantes en mora; la mitigación del riesgo operacional; los vínculos y otras interdependencias entre las distintas FMI que pueden propagar los riesgos operacionales y financieros; y la necesidad de criterios de participación basados en el riesgo que permitan un acceso justo y abierto. Además, los nuevos principios abordan asuntos no contemplados en las normas anteriores, entre ellos la segregación y la movilidad, la participación jerarquizada y el riesgo empresarial general.

El informe contiene también una lista de cinco responsabilidades para los bancos centrales y otras autoridades que supervisan o regulan la aplicación de estos principios por parte de las FMI. Entre ellas se encuentran la cooperación eficaz entre autoridades que compartan responsabilidades.

El CPSS y la OICV/IOSCO tienen prevista la publicación de otros dos documentos consultivos. El primero es un marco para la divulgación pública de información de las FMI que proporcione tanto a los participantes como a terceros una adecuada comprensión de los riesgos y costes que comporta el uso de una FMI. El otro documento consiste en una metodología de evaluación que puede emplearse para juzgar la observancia de los principios por parte de la FMI y el cumplimiento de sus responsabilidades por parte de las autoridades competentes.

Comunicación y agregación de datos sobre derivados extrabursátiles (OTC)

En enero de 2012, el CPSS y la OICV/IOSCO publicaron conjuntamente la versión definitiva del informe *OTC derivatives data reporting and aggregation requirements*, que había sido objeto de un informe consultivo en agosto de 2011. El informe definitivo se ocupa de los datos necesarios para evaluar el impacto de los mercados de derivados OTC sobre la estabilidad financiera. En él se especifican los requisitos mínimos para inscribir datos de operaciones en los registros oportunos, incluidos los tipos de formatos de datos admisibles, y aborda el acceso a esta información por parte de las autoridades, las entidades informantes y el público. El informe se ocupa asimismo de las herramientas que, como los identificadores de entidad jurídica (LEI), son necesarias para agregar los datos de forma significativa. Por último, el informe aborda la obtención de determinados datos adicionales, como los relativos a acuerdos marco, para suplir las carencias informativas que obstaculizan la evaluación de riesgo sistémico.

Orientación sobre el riesgo de liquidación de divisas

El Comité está trabajando conjuntamente con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para proporcionar a los supervisores nuevas orientaciones sobre la forma en que los bancos deberían gestionar los riesgos relativos a la liquidación de operaciones en divisas.

Otras actividades

En septiembre de 2011, el Comité publicó el primero de los dos volúmenes de la obra de consulta titulada *Payment, clearing and settlement systems in the CPSS countries*, en el que se describen las FMI de los países miembros. En enero de 2012, el Comité publicó la actualización anual de *Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPSS countries*.

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 bancos centrales

donde se realiza un seguimiento conjunto de la evolución de los mercados financieros y se evalúan las consecuencias para las operaciones de gestión de liquidez de los bancos centrales. Actualmente, 21 bancos centrales cuentan con representación en el Comité.

Las crecientes preocupaciones por la deuda soberana y el empeoramiento de las perspectivas económicas mundiales centraron a lo largo del año los debates del Comité, que realizó un minucioso seguimiento de la evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro y examinó sus repercusiones sobre la capacidad de los bancos para obtener financiación en el mercado. Uno de los temas recurrentes fueron las medidas de los bancos centrales para inyectar liquidez —tanto en euros como en dólares estadounidenses— y ampliar la disponibilidad de garantías admisibles. El deterioro de la confianza de los inversores en el tercer trimestre de 2011 atrajo la atención del Comité hacia el aumento de la volatilidad en el mercado de divisas y las respuestas políticas asociadas. Tras aplicar los principales bancos centrales una nueva dosis de relajaciones cuantitativas y crediticias, el Comité examinó sus efectos sobre los mercados financieros y estudió los retos de comunicar el compromiso con la política monetaria en un entorno no convencional.

Además de sus reuniones periódicas, el Comité convocó la tercera reunión del Grupo de Trabajo sobre Política Monetaria de América Latina en julio de 2011, que se celebró esta vez en el Banco de México y congregó a altos responsables de las operaciones de mercado de los principales bancos centrales de América Latina y sus socios de otras regiones. El programa de las sesiones abarcó tres temas generales: (i) la evolución reciente de los mercados; (ii) las tendencias de los flujos de capital, sus consecuencias para los mercados y las perspectivas de las políticas de respuesta; y (iii) las cuestiones técnicas y de política relacionadas con los diversos usos de los títulos de deuda en las operaciones de los bancos centrales.

El Comité emprendió dos proyectos durante el año. El primero fue un estudio sobre las operaciones de alta frecuencia para comprender mejor cómo han influido en la estructura y el funcionamiento del mercado de divisas en los últimos años. Los resultados se presentaron ante los Gobernadores y se publicaron en un documento del Comité de los Mercados en septiembre de 2011. El segundo proyecto forma parte de las labores preparatorias de la Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la Actividad en los Mercados de Divisas y de Derivados que el BPI realizará en 2013. El Comité creó un grupo de expertos técnicos que deberá: (i) refinar varias categorías de contrapartes y de métodos de ejecución de la encuesta; y (ii) mejorar la cobertura mundial de las principales monedas de economías de mercado emergentes, que cada vez se utilizan más en operaciones extraterritoriales.

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

Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales

El Grupo sobre el Buen Gobierno de los Bancos Centrales, que comprende a los representantes de nueve bancos centrales y está presidido por Stanley

Fischer, Gobernador del Banco de Israel, hace las veces de lugar de reunión para el intercambio de opiniones sobre el diseño y el funcionamiento de los bancos centrales como instituciones públicas. Además, el Grupo establece un orden de prioridades para las tareas al respecto que son desarrolladas por el BPI y la Red de Buen Gobierno de los Bancos Centrales, formada por más de 50 bancos centrales. Durante el pasado ejercicio, el Grupo examinó la evolución de las circunstancias que rodean a los bancos centrales en varios aspectos. Finalizó un informe acerca de las consecuencias del cambio en las responsabilidades de estabilidad financiera de los bancos centrales, inició una ronda de debates sobre los retos surgidos de los cambios en los mandatos y en la situación de forma más general, y se ocupó de la solidez financiera que los bancos centrales necesitan para ser eficaces tras la crisis.

Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales

El Comité Irving Fisher de Estadísticas de Bancos Centrales (IFC) 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. Durante el año, el IFC:

- organizó un taller sobre temas relacionados con los datos del sector inmobiliario y sus repercusiones en las políticas para este sector, en colaboración con el Banco Central de Chile en abril de 2011 en Santiago;
- auspició junto con el Banco Central de Irlanda un seminario sobre la subsanación de carencias informativas, celebrado en Dublín en agosto de 2011;
- organizó más de 10 sesiones del 58° Congreso Mundial del Instituto Internacional de Estadística celebrado en Dublín, en agosto de 2011; y
- realizó una encuesta en verano de 2011 entre los miembros del IFC acerca de los procesos nuevos y antiguos de obtención de datos por parte de los bancos centrales, así como de las medidas adoptadas para mejorar la obtención y divulgación de información.

En su informe anual a la All Governors' Meeting en noviembre de 2011, el Comité transmitió dos mensajes esenciales:

- la urgente necesidad de mejorar el intercambio de información entre organizaciones en los ámbitos nacional e internacional y superar las restricciones de confidencialidad y los obstáculos al intercambio de datos; y
- la utilidad de los bancos centrales, de forma individual y colectiva, como catalizadores de cambios en un amplio abanico de estadísticas económicas y financieras.

Muhammad Ibrahim, Vicegobernador del Banco Central de Malasia, asumió la presidencia del IFC en noviembre de 2011. A lo largo del año, el Comité aumentó su número de miembros a 76 bancos centrales y organizaciones internacionales y regionales.

IFC: www.bis.org/ifc

Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos

La Asociación Internacional de Aseguradores de Depósitos (IADI) proporciona un foro para aseguradores de depósitos (fondos de garantía), bancos centrales y organizaciones internacionales, con el fin de potenciar la eficacia de los seguros de depósitos y los sistemas de resolución bancaria y de fomentar la cooperación en asuntos relacionados con la estabilidad financiera. Actualmente, 83 organizaciones, entre las que se cuentan 64 aseguradoras de depósitos, son miembros de la IADI o participan en ella. La IADI proporciona pautas sobre la constitución o mejora de sistemas eficaces de seguros de depósitos, así como para desarrollar cursos de capacitación, divulgación, programas educativos e investigación.

Principios Básicos

Varios representantes de la IADI participaron en una evaluación *inter pares* de los sistemas de seguro de depósitos de los miembros del FSB en la que se examinó el cumplimiento de los *Principios básicos para sistemas de seguro de depósitos eficaces* de la IADI y el BCBS. Dichos principios figuran en la lista de normas clave para un sistema financiero más sólido del FSB. Los representantes de la IADI aportaron valiosa información de los profesionales del sector. El FMI y el Banco Mundial tienen previsto evaluar el cumplimiento de los Principios Básicos a través de su Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) y sus Informes sobre la Observancia de los Códigos y Normas (IOCN). La IADI llevará a cabo consultas con el BCBS y otros organismos internacionales pertinentes para elaborar una serie de documentos que actualicen los Principios Básicos y proporcionar las orientaciones necesarias para lograr el cumplimiento de los mismos y promover las mejores prácticas en los sistemas de seguro de depósitos.

Iniciativas para mejorar los sistemas de seguro de depósitos en todo el mundo

En colaboración con el FMI, el Banco Mundial y el European Forum of Deposit Insurers (EFDI), en 2011 la IADI presentó en Albania y Nigeria una serie de talleres destinados a capacitar a los miembros de la IADI y el EFDI para evaluar el cumplimiento de los Principios Básicos.

La IADI y el FSI siguen colaborando en la creación de programas y seminarios de formación presencial y a distancia para aseguradores de depósitos, supervisores del sector financiero, ministerios de finanzas y bancos centrales de todo el mundo. Este año, la IADI llevó a cabo siete programas presenciales, entre ellos el seminario «Core principles assessment methodology for deposit insurance», celebrado conjuntamente con el FSI en el BPI. La IADI y el FSI ultimaron un curso de aprendizaje virtual sobre los Principios Básicos, y están elaborando otro que tratará las resoluciones bancarias desde la perspectiva de los aseguradores de depósitos. Para facilitar el acceso a estos programas de formación por Internet, todos los miembros de la IADI reciben una suscripción a FSI Connect, la herramienta de aprendizaje en línea del FSI.

La IADI lleva a cabo tareas de investigación a través de su Research and Guidance Committee y en colaboración con el FMI. Los proyectos de

investigación en curso tratan de la suficiencia de los fondos de garantía de depósitos, el seguro de depósitos islámico, el proceso de pago, la detección temprana y la intervención puntual, y la gestión de crisis sistémicas. Asimismo, la IADI ha terminado recientemente varios artículos de investigación sobre los mandatos de seguro de depósitos y las reclamaciones y recuperaciones.

En 2010, la IADI constituyó el subcomité Financial Inclusion and Innovation Subcommittee (FIIS), en el marco de su Research and Guidance Committee, destinado a proporcionar a la IADI un vehículo para abordar, en colaboración con el G-20 y otros organismos de normalización y entidades internacionales, los problemas relacionados con la inclusión financiera y el seguro de depósitos. En la actualidad, el FIIS está estudiando las formas en que las cuestiones relacionadas con la inclusión financiera pueden interactuar con el mandato de la IADI, y está documentando las prácticas de inclusión financiera de los miembros de la IADI.

Reuniones, seminarios y conferencias

En octubre de 2011, la IADI celebró en Varsovia su Conferencia y Asamblea General Anual, así como una reunión de su Consejo Ejecutivo, bajo los auspicios del Fondo de Garantía Bancaria de Polonia. Más de 200 participantes de más de 50 países asistieron a la conferencia, centrada en el fortalecimiento de los marcos de estabilidad financiera. También se celebraron reuniones del Consejo Ejecutivo y del Comité Permanente de la IADI en la sede del BPI en Basilea en junio de 2011, y del Fondo de Garantía de Depósitos de Ahorro de Turquía en Estambul en febrero de 2012.

Además, los ocho comités regionales de la IADI y 12 organizaciones asociadas promovieron a lo largo del año la celebración de actos regionales en torno al seguro de depósitos como red de seguridad en épocas de crisis financiera. Entre los temas tratados se encuentran el cumplimiento de los Principios Básicos y su evaluación; la formación para la concienciación pública; los sistemas integrados de seguro de depósitos; el seguro de depósitos islámico; la resolución de bancos en dificultades; y los dispositivos de compra y asunción.

IADI: www.iadi.org

Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS)

La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) es el organismo internacional normativo para la supervisión prudencial del sector asegurador. La misión de la IAIS consiste en promover una regulación y supervisión eficaces y coherentes a escala mundial en el sector asegurador, con el objetivo de desarrollar y mantener mercados de seguros justos, fiables y estables en beneficio de los asegurados, y para contribuir a la estabilidad financiera en todo el mundo.

Estabilidad financiera

La IAIS participa activamente en la evaluación de las reformas reguladoras recomendadas por el FSB, entre ellas la creación de indicadores para evaluar la importancia sistémica de las aseguradoras y trazar posibles medidas políticas al respecto. La IAIS propuso al FSB una metodología de evaluación para aseguradoras de importancia sistémica, y se han programado consultas públicas al respecto. En la actualidad la IAIS también realiza un seguimiento del entorno macroeconómico y del mercado financiero del sector asegurador, y está elaborando un marco de vigilancia macroprudencial del sector que delimite el posible margen de actuación supervisora de las atribuciones de los bancos centrales. El marco podría incluir pruebas de tensión macroeconómica para el sector asegurador.

El 15 de noviembre de 2011, la IAIS publicó el documento *Insurance and financial stability*, donde se muestra que en la mayoría de los casos los riesgos asociados a la contratación de seguros no guardan correlación con el ciclo económico ni con los riesgos del mercado financiero. El documento explica asimismo que, en términos muy generales, la magnitud de las obligaciones de los seguros no se ven afectadas por las pérdidas del mercado financiero. Por ejemplo, aunque la crisis afectó a las aseguradoras, las que se centraron en el negocio tradicional no presentaron riesgo sistémico. La principal inquietud tiene que ver con las aseguradoras implicadas de forma significativa en actividades no tradicionales o distintas del seguro, que en una crisis podrían generar efectos sistémicos.

Principios Básicos del Seguro

En su Junta General de 1 de octubre de 2011, la IAIS adoptó una serie de modificaciones a sus *Insurance core principles, standards, guidance and assessment methodology*. La revisión de los Principios Básicos del Seguro (ICP) incorpora las lecciones extraídas de la crisis financiera, se ocupa de las recomendaciones del FSB y refleja la evolución de las prácticas supervisoras y aseguradoras. El documento modificado organiza el material supervisor en una jerarquía con los principios básicos de seguros (ICP) en lo más alto, las normas de aplicación de los ICP en el siguiente nivel y las orientaciones en el tercero.

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 influyen en el modelo contable general de las compañías de seguros reguladas. La IAIS se reúne periódicamente con el IASB para contribuir a la elaboración de normas relativas a los contratos de seguros y a otros temas de importancia para los aseguradores.

Foro Supervisor

En junio de 2011, la IAIS creó el Foro Supervisor, llamado a servir de plataforma de intercambio de información sobre prácticas supervisoras entre los supervisores de seguros. En las sesiones, que se centran en las grandes compañías y grupos aseguradores, los participantes debaten las tendencias y riesgos actuales y emergentes; comparten ideas y experiencias sobre metodologías de supervisión, y evalúan las posibles repercusiones de escenarios de tensión macroeconómica sobre las compañías de seguros grandes y complejas y los grupos aseguradores. El Foro Supervisor también colabora con otros comités de la IAIS y realiza aportaciones prácticas a sus proyectos.

Grupos aseguradores con presencia internacional

La IAIS continúa desarrollando el Marco Común para la supervisión de grupos aseguradores internacionales (ComFrame). El ComFrame debería aumentar la coherencia de la supervisión realizada por las distintas jurisdicciones sobre los grupos aseguradores con presencia internacional (IAIG). El 1 de julio de 2011, la IAIS distribuyó el documento *ComFrame concept paper* e invitó a los miembros y observadores de la IAIS a realizar comentarios sobre el rumbo propuesto. A mediados de 2012, la IAIS emitirá su propuesta para el ComFrame y la abrirá a consulta. La IAIS cuenta con finalizar su desarrollo del ComFrame en 2013, tras lo cual emprenderá una evaluación de impacto y fase de calibrado.

Reaseguro e informes de mercado de la IAIS

En diciembre de 2011, la IAIS publicó una nueva edición de su *Global reinsurance market report*, que abordaba las pruebas de tensión en la supervisión de seguros y reaseguros y señalaba las tendencias emergentes, las prácticas más comunes y los pasos siguientes.

Las reaseguradoras de todo el mundo —entidades que, por una cuota o prima, acceden a compensar a las aseguradoras por las pérdidas en una o más pólizas de seguros— son importantes para el funcionamiento eficaz de unos mercados de seguros sólidos. El reaseguro refuerza en última instancia la seguridad de las aseguradoras, protegiendo así a sus clientes y contribuyendo a la estabilidad financiera en general.

En 2012, la IAIS introducirá el *Global insurance market report*, que se ocupará de los principales avances en materia de reaseguro y seguro mundial. El análisis unificado de ambos subraya el hecho de que el seguro y el reaseguro son dos caras de la misma moneda.

Memorando multilateral de entendimiento

El Memorando multilateral de entendimiento (MMoU) de la IAIS, que entró en vigor en junio de 2009, es un marco para la cooperación y el intercambio de información con el objetivo 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. La participación en el

MMoU creció hasta alcanzar los 22 signatarios este año, y se está evaluando la solicitud de adhesión de otras 22 autoridades.

Cumplimiento de las normas

El Standards Observance Subcommittee de la IAIS, que fue creado en octubre de 2010, está llevando a cabo su propia evaluación y coordinando evaluaciones *inter pares* de la aplicación de los Principios Básicos del Seguro (ICP) revisados, comenzando por los ICP relativos al mandato y las atribuciones de los supervisores y a la supervisión de grupos.

Además, de modo más general, la IAIS organiza seminarios y talleres regionales para ayudar a los supervisores de seguros en la aplicación de los principios, normas y orientaciones de la IAIS, en colaboración con el FSI, las autoridades de seguros nacionales y otras entidades.

IAIS: www.iaisweb.org

Instituto para la Estabilidad Financiera

El Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI) ayuda a las autoridades supervisoras del sector a fortalecer la vigilancia de sus sistemas financieros. Durante el pasado año, conforme las autoridades nacionales comenzaban a aplicar las normas recién elaboradas por los organismos de normalización mundiales para los sectores bancario y asegurador, el FSI intensificó sus esfuerzos para asistirles en esta tarea.

Reuniones, seminarios y conferencias

El primer tipo de asistencia que proporciona el FSI son sus prestigiosas series de reuniones de alto nivel, seminarios y conferencias, dirigidas a supervisores de los sectores bancario y asegurador y a expertos en estabilidad financiera de los bancos centrales. En 2011, el FSI organizó 51 eventos de este tipo en todo el mundo, muchos de ellos en colaboración con grupos de supervisores regionales. Las reuniones del FSI para Gobernadores y Subgobernadores de bancos centrales y jefes de autoridades supervisoras tuvieron lugar en África, Asia, Europa central y oriental, América Latina y Oriente Medio. Estas reuniones giraron en torno a la estabilidad financiera, las herramientas y políticas macroprudenciales, las prioridades reguladoras y otras cuestiones clave de supervisión. Al igual que en 2010, el programa de seminarios se centró en la reforma de la regulación financiera. Muchas de las sesiones hicieron uso del amplio estudio de casos realizado por el FSI, en el que se aplica una serie de conceptos de supervisión destacados en Basilea III. En torno a 2 000 representantes de bancos centrales y autoridades supervisoras de los sectores bancario y asegurador participaron en los actos organizados por el FSI en 2011.

FSI Connect

El segundo tipo de asistencia que proporciona el FSI es FSI Connect, una herramienta de información y aprendizaje en línea para supervisores del sector financiero con todo tipo de bagaje y especialización. Gracias a FSI

Connect, cerca de 9 000 usuarios de unas 230 instituciones suscritas, entre bancos centrales y autoridades supervisoras, cuentan con acceso a más de 220 cursos sobre un amplio abanico de temas. En 2011, el FSI amplió a más de 30 el número de cursos que ofrece sobre supervisión del sector asegurador e inició un proyecto de gran alcance para llevar a cabo en el plazo de dos años la actualización de todos los cursos a los que afecta Basilea III.

Estudios y estadísticas

A través de su servicio de estudios, el BPI se ocupa de asuntos económicos y financieros de interés para los bancos centrales y las autoridades supervisoras del sector financiero. La mayoría de los estudios y análisis se publican en los principales medios de difusión del Banco —el *Informe Anual*, el *Informe Trimestral del BPI*, sus series *BIS Papers* y *Working Papers*, y la página web del BPI (www.bis.org)—, así como en revistas especializadas externas. El BPI también recopila, analiza y difunde entre los bancos centrales y el público en general datos estadísticos sobre los principales elementos del sistema financiero internacional. Además, el servicio de estudios contribuye a la misión del BPI preparando la documentación de fondo para las reuniones de altos cargos de bancos centrales y realiza funciones de secretaría y análisis para los diversos grupos que acoge el BPI en su sede de Basilea.

Enfoque de los estudios

De conformidad con la misión del Banco, sus estudios se centran en la estabilidad monetaria y financiera. Como en ejercicios pasados, un tema principal de trabajo fueron las implicaciones para las políticas de la crisis financiera mundial.

Una primera línea de investigación exploraba el nexo entre el sistema monetario y financiero internacional y el comportamiento de la economía mundial. El debate se centró en el concepto de liquidez mundial, su medición y sus implicaciones para las políticas, así como su relación con los desequilibrios por cuenta corriente. Haciendo uso extensivo de las estadísticas financieras internacionales del BPI, la investigación incluía estudios detallados de la banca internacional y de varios segmentos del mercado de divisas.

Un segundo componente de trabajo examinaba el vínculo entre la macroeconomía y los balances públicos y privados. La investigación incluía un análisis en profundidad del ciclo financiero y su relación con el ciclo económico, y exploraba la interrelación entre la solidez financiera de la deuda soberana y la del sector bancario.

Un tercer componente se centraba en las políticas prudenciales y estructurales diseñadas para aumentar la capacidad de reacción del sistema financiero. El análisis exploraba las virtudes y defectos de los instrumentos de política macroprudencial como los colchones de capital anticíclico y las pruebas de tensión macro, y se ocupaba de aspectos clave de la infraestructura financiera, incluida la arquitectura de las entidades de contrapartida central.

El cuarto componente estudiaba la evolución de la política monetaria tras la crisis financiera mundial. Analizaba la eficacia y las limitaciones de las políticas basadas en los balances adoptadas por los bancos centrales, como las adquisiciones de activos a gran escala y la acumulación de reservas de divisas, y evaluaba las variaciones en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

El servicio de estudios del BPI organiza todos los años diversas conferencias y talleres que reúnen a representantes de los ámbitos de las políticas, la investigación y las empresas. El acontecimiento más destacado es la Conferencia Anual del BPI, que en su décima edición en junio de 2011 giró en torno a las repercusiones de la política fiscal para la estabilidad macroeconómica, monetaria y financiera. En febrero de 2012, el BPI y el BCE organizaron conjuntamente un taller sobre liquidez mundial en el sistema monetario y financiero internacional.

Iniciativas estadísticas internacionales

El BPI lleva décadas recabando y difundiendo datos sobre los activos y pasivos transfronterizos de entidades bancarias con implantación internacional. Este año trabajó en un proceso escalonado para mejorar estos datos conforme a las recomendaciones de un grupo de trabajo especial del CGFS. En la primera fase del proceso, los bancos centrales perfeccionarán los datos transfronterizos por país de residencia, proporcionando más detalles sobre las monedas, desglosando los datos de la contraparte por nacionalidad del banco declarante e introduciendo las posiciones frente a residentes en el apartado de moneda nacional. El BPI espera que estos nuevos datos empiecen a declararse a partir del segundo trimestre de 2012. En la segunda fase, los bancos centrales proporcionarán un desglose sectorial más detallado de las estadísticas bancarias tanto territoriales como consolidadas. Estas últimas se ampliarán además para incluir las posiciones deudoras de los bancos, incluido el capital. El objetivo es que la segunda fase empiece a aplicarse a partir del cuarto trimestre de 2013.

En junio de 2011, el BPI comenzó a publicar sus estadísticas bancarias internacionales a través de Webstats, su servicio de búsqueda y recuperación de datos en línea, que permite a los usuarios hacer búsquedas interactivas y descargar los datos en distintos formatos, incluido SDMX (Intercambio de Datos y Metadatos Estadísticos). El BPI contribuye al programa SDMX para la elaboración y actualización de normas técnicas y pautas relativas al contenido en el ámbito del intercambio de información estadística. Webstats: <http://www.stats.bis.org>; SDMX: www.sdmx.org

A través de su página web pública, el BPI siguió mejorando la divulgación de los índices de precios inmobiliarios residenciales y comerciales que obtiene de fuentes nacionales y reúne en su base de datos (BIS Data Bank). Esta base de datos contiene los principales indicadores económicos declarados por la práctica totalidad de los bancos centrales accionistas del BPI, series detalladas de datos macroeconómicos adicionales de las principales economías avanzadas y emergentes, y datos recabados por diversos grupos con sede en

el BPI. Se están produciendo intensas reflexiones sobre la posibilidad de utilizar la base de datos para calcular series largas de variables económicas importantes.

El BPI está representado en otros comités internacionales dedicados a las estadísticas, entre ellos el Inter-Agency Group on Economic and Financial Statistics (IAG)⁵. Durante el año, estos comités abordaron las carencias en la información que puso de relieve la crisis financiera, y gran parte de los esfuerzos se centraron en las recomendaciones del FSB y el FMI al G-20. Asimismo, el Grupo de Trabajo sobre bases de datos de títulos, formado por el BPI, el BCE y el FMI, elaboró la tercera parte del *Handbook on Securities Statistics*, que cubre las emisiones y tenencias de acciones.

Está a punto de completarse un proyecto del BPI a largo plazo para mejorar la recopilación de estadísticas nacionales e internacionales de títulos de deuda. El proyecto prevé tres modificaciones: (i) definir una «emisión internacional» como un título de deuda emitido fuera del mercado en el que reside el prestatario; (ii) alinear los desgloses publicados con las recomendaciones del *Handbook on securities statistics*; y (iii) recurrir con mayor frecuencia a las estadísticas declaradas por los bancos centrales para extraer las cifras nacionales y totales de títulos de deuda. El BPI tiene previsto divulgar los datos mejorados de las emisiones de títulos a través de su página web, a fin de facilitar la publicación de datos adicionales de fuentes nacionales a medida que estén disponibles.

Otras iniciativas de bancos centrales respaldadas por el BPI

El BPI contribuye a las actividades de los bancos centrales regionales. Durante el año pasado, prestó su apoyo a diversas actividades promovidas por las organizaciones siguientes:

- el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, CEMLA (banca, política macroprudencial, política monetaria, sistemas de pago y liquidación);
- el Centro de Formación e Investigación de los Bancos Centrales del Sudeste Asiático, SEACEN (comunicaciones de los bancos centrales, estabilidad y supervisión financieras, política monetaria, sistemas de pago y liquidación);
- el Instituto de Gestión Macroeconómica y Financiera de África Oriental y Meridional (sistemas de pago y liquidación, gestión de carteras, gestión de riesgos).

Los expertos del BPI también participaron en actividades organizadas por el International Banking and Finance Institute del Banco de Francia, el Centre for Central Banking Studies del Banco de Inglaterra y el Banco de Japón.

⁵ Además del BPI, el IAG engloba al BCE, Eurostat, el FMI, la OCDE, Naciones Unidas y el Banco Mundial.

Servicios financieros del Banco

El BPI ofrece una amplia gama de servicios financieros especialmente diseñados para ayudar a los bancos centrales y otras autoridades monetarias oficiales a gestionar sus reservas internacionales. Alrededor de 140 de estas instituciones, así como algunas organizaciones internacionales, utilizan activamente estos servicios.

La seguridad y la liquidez caracterizan los servicios de intermediación crediticia del BPI, basados en un riguroso marco interno para la gestión del riesgo. Las unidades independientes de control, que rinden cuentas directamente al Director General Adjunto del BPI, vigilan y controlan los riesgos relevantes. La unidad de cumplimiento y riesgo operacional sigue de cerca el riesgo operacional, mientras que la unidad de control de riesgos vigila los riesgos financieros del Banco, es decir, los riesgos de crédito, liquidez y mercado, y es además responsable de coordinar actividades, ofreciendo con ello un enfoque integrado a la gestión del riesgo.

El Banco presta sus servicios financieros desde dos salas de negociación interconectadas, una situada en Basilea, sede del Banco, y la otra en Hong Kong RAE, su Oficina Asiática.

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, vencimiento y liquidez. El Banco ofrece instrumentos negociables con vencimientos comprendidos entre una semana y cinco años —Instrumentos de Renta Fija en el BPI (FIXBIS) e Instrumentos a Medio Plazo (MTI)—, productos estructurados con cláusulas de opcionalidad incorporadas e inversiones tradicionales en el mercado monetario, como cuentas a la vista/con preaviso y depósitos a plazo fijo. Además, el BPI ofrece a los bancos centrales facilidades de liquidez a corto plazo y créditos, normalmente con garantías. El BPI también realiza funciones de fideicomisario y de agente depositario de garantías.

El Banco realiza operaciones con oro y divisas por cuenta de sus clientes, proporcionándoles acceso a una amplia base de liquidez, por ejemplo, en el contexto de reajustes periódicos de sus carteras de reservas o cambios importantes en la composición por monedas de sus reservas de divisas. 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, y 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 para la gestión de una cartera concreta negociado directamente entre el BPI y el cliente, o mediante una estructura de fondo abierto —BIS Investment Pool (BISIP)— que permite a los clientes invertir en

un conjunto común de activos. Ambas posibilidades se ofrecen en mandatos de moneda única o multivisa en las principales monedas de reserva: dólar de Estados Unidos, euro, libra y yen. En el caso de mandatos multivisa, el inversor puede optar entre carteras con cobertura de tipo de cambio en la moneda base o carteras sin cobertura.

Los mandatos discrecionales se diseñan según las preferencias de cada cliente en cuanto a directrices de inversión y referencias. En cambio, los BISIP se asemejan a fondos de inversión colectiva de capital variable, aunque especialmente adaptados a los criterios de inversión típicos de bancos centrales e instituciones internacionales. Por su parte, el EMEAP (Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico) ha encomendado al BPI la gestión de dos Fondos Asiáticos de Bonos, el ABF1 y el ABF2, en la estructura BISIP: el ABF1 está gestionado por el BPI y el ABF2 por un grupo de gestores externos.

El BPI, en cooperación con un grupo asesor de bancos centrales, ha creado un BISIP de valores del Tesoro estadounidense protegidos de inflación. De la gestión de este conjunto de activos se encarga un grupo de agencias de inversión externas, mientras que el BPI lo administra.

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 de gestión de riesgos en bancos centrales y organizaciones internacionales.

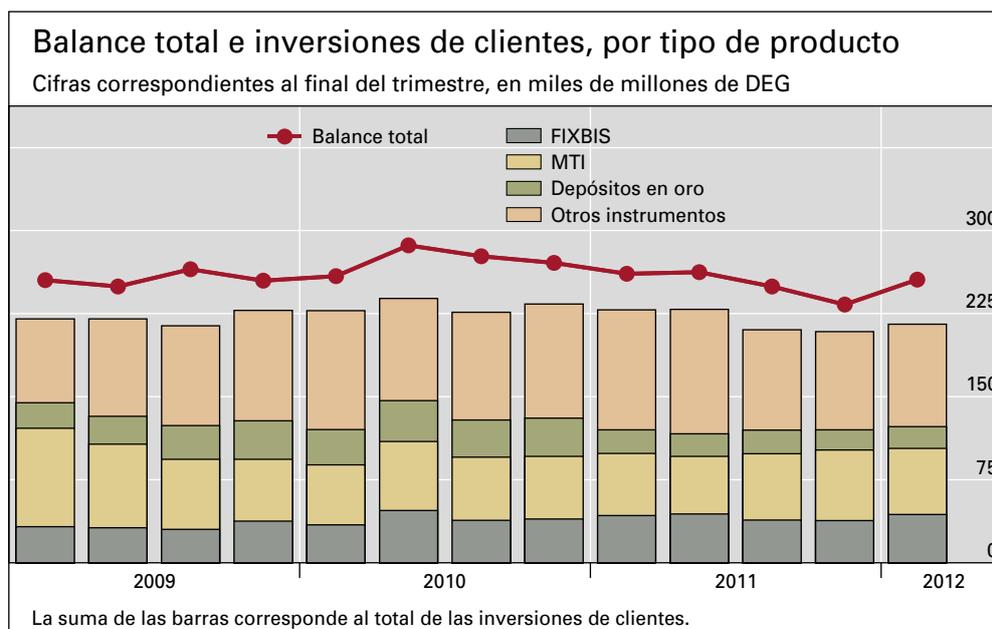
Operaciones financieras en 2011/12

En 2011/12, los mercados financieros se vieron principalmente afectados por la evolución de la crisis de deuda soberana en la zona del euro, el endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados de crédito y los periodos de elevada volatilidad. Con este telón de fondo, el balance total del BPI fluctuó entre 280 000 millones y 230 000 millones de DEG. Durante el ejercicio, el balance total se redujo en 5 400 millones de DEG, tras el incremento marginal de 2 200 millones en el ejercicio anterior. Así pues, el balance total del BPI a 31 de marzo de 2012 se situó en 255 700 millones de DEG.

Pasivo

El pasivo del Banco está compuesto básicamente por depósitos de clientes (véase el gráfico). A 31 de marzo de 2012, las posiciones de los clientes (excluidos contratos con pacto de recompra, *repos*) valían 215 400 millones de DEG, frente a los 228 400 millones al cierre de 2010/11. Esta disminución neta obedeció a la contracción de los depósitos en monedas y en oro de clientes.

Aproximadamente el 91% de los fondos colocados por clientes se denominan en monedas y el resto en oro. Los depósitos en monedas disminuyeron desde 207 100 millones de DEG hace un año hasta 195 800 millones a finales de marzo de 2012. Este balance representa aproximadamente el 2,7% del total de reservas de divisas en todo el mundo, valorado en casi



6,6 billones de DEG a finales de marzo de 2012 (6,4 billones de DEG a finales de marzo de 2011)⁶. Las posiciones en dólares de Estados Unidos representaron el 70% del total, y los fondos en euros y en libras esterlinas el 14% y el 7%, respectivamente.

La reducción neta de los depósitos en moneda de nuestros clientes atendió principalmente a la contracción del 26% de los depósitos a plazo fijo, parcialmente compensada por un aumento del 41% de los depósitos en cuenta a la vista y con preaviso y de un 6% de los MTI.

Los depósitos en oro se situaron en 19 600 millones de DEG al cierre del ejercicio, 1 600 millones por debajo del ejercicio anterior.

Activo

Al igual que en el ejercicio anterior, el activo del BPI se compone en su mayoría de títulos de deuda pública o semipública e inversiones (incluidos *repos* a la inversa) en bancos comerciales internacionales con elevada calificación. Además, a 31 de marzo de 2012 el Banco contabilizaba 116 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 Nota 3 sobre «Riesgo de crédito» de la sección «Gestión de riesgos» de los estados financieros).

En esa misma fecha, los activos en monedas mantenidos por el Banco ascendían a 200 200 millones de DEG, una cifra inferior a los 209 300 millones de DEG contabilizados al cierre del pasado ejercicio (véase Nota 5, «Activos en monedas», en las «Notas a los estados financieros»).

⁶ Se excluyen del cálculo los fondos correspondientes a instituciones para las que no se dispone de datos sobre reservas de divisas.

El BPI recurre a diversos instrumentos derivados para gestionar de forma más eficiente su activo y su pasivo (nota 7, «Instrumentos financieros derivados», en las «Notas a los estados financieros»).

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

Respaldada por los bancos centrales accionistas del BPI en la región Asia-Pacífico, los economistas de la Oficina Asiática continuaron su programa de estudio sobre políticas. Asimismo, la Oficina continuó facilitando la organización de reuniones regionales de alto nivel y ofreciendo servicios bancarios especializados a través de su Tesorería Regional.

El Consejo Consultivo Asiático

El Consejo Consultivo Asiático (ACC), integrado por los Gobernadores de los 12 bancos centrales accionistas del BPI en la región⁷, contribuye a orientar las actividades de la Oficina Asiática. El Presidente del ACC y Gobernador del Banco de Japón, Masaaki Shirakawa, presidió las reuniones del Consejo e informó al Consejo de Administración del BPI sobre las actividades de la Oficina. En su reunión semestral de junio de 2011, celebrada en Basilea, el ACC respaldó el mantenimiento de las cuatro reuniones periódicas de Gobernadores que organiza el BPI en la región. En su reunión de febrero en Hong Kong, el ACC aprobó el nuevo foco de los estudios del grupo monetario para los siguientes dos años: «Globalización y dinámica de la inflación en Asia y el Pacífico».

Investigación

Los economistas de la Oficina Asiática, junto con economistas de Basilea, centraron sus estudios en dos temas —escogidos en 2010— de gran importancia para los bancos centrales del ACC: en materia monetaria, el peso de los balances de los bancos centrales para la política monetaria y tipos de cambio; en materia financiera, el foco de atención de la investigación se centró en los precios de los bienes raíces. El taller celebrado por la Autoridad Monetaria de Singapur en septiembre permitió afianzar esta línea de

⁷ Los bancos centrales de Australia, China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelanda, Singapur y Tailandia.

investigación. Por su parte, la conferencia de investigación organizada por el Banco de Tailandia en el mes de diciembre en Chiang Mai puso fin a los trabajos de investigación sobre los balances de los bancos centrales.

Los economistas continuaron la investigación colaborativa con la mayor parte de los bancos centrales accionistas del BPI en la región y organizaciones regionales de bancos centrales. Los resultados han sido presentados en numerosas reuniones de bancos centrales y se han plasmado en varios artículos para revistas especializadas y para las principales publicaciones del BPI.

La Reunión Extraordinaria de Gobernadores y otras reuniones de alto nivel

Durante el periodo analizado, la Oficina Asiática organizó en la región 10 reuniones de alto nivel sobre políticas económicas. Cada reunión se celebró conjuntamente con un banco central de la región o con un organismo regional de bancos centrales, como la Reunión de Directivos de los Bancos Centrales de Asia Oriental-Pacífico (EMEAP) o el Centro de Formación e Investigación de los Bancos Centrales del Sudeste Asiático (SEACEN).

La Reunión Extraordinaria de Gobernadores, celebrada anualmente, congrega a los Gobernadores de los principales bancos centrales de la región y de otros países para tratar temas de interés común. Este año, la reunión fue coorganizada con la Autoridad Monetaria de Hong Kong y celebrada en Hong Kong en el mes de febrero. Por segunda vez, el acto incluyó una reunión con los presidentes de importantes instituciones financieras con actividad en la región para debatir los desafíos y las amenazas a los que se enfrentan los sistemas financieros de Asia y el Pacífico.

Hubo otros actos de alto nivel, como la reunión en junio del Grupo de Trabajo sobre Política Monetaria de Asia, coorganizado con la Autoridad Monetaria de Hong Kong; en noviembre, el séptimo seminario de alto nivel sobre mercados financieros, organizado en cooperación con el Banco de Japón y celebrado en Yokohama; y en enero, el seminario SEACEN-BPI, organizado conjuntamente con el Banco Nacional de Sri Lanka y celebrado en Colombo.

La actividad bancaria y los Fondos Asiáticos de Bonos

Ante las preocupaciones actuales relativas a la economía mundial y a la coyuntura financiera, los bancos centrales de la región mantuvieron una política más bien conservadora en sus operaciones de gestión de reservas con el BPI, confiando principalmente en instrumentos líquidos a corto plazo. En términos generales, las posiciones de los bancos centrales de la región en el ejercicio 2011/12 fueron ligeramente inferiores a las registradas en 2010/11.

En tanto que administrador de fondos, el BPI continuó participando 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. A finales de marzo de 2012, el volumen de los fondos en su conjunto alcanzó los 4 800 millones de dólares, lo que supone un aumento del 21% desde finales de marzo de 2011. El rendimiento total del Pan-Asia Bond Index Fund (PAIF) desde su creación el 7 de julio de 2005 hasta finales de marzo de 2012

fue del 59%, superando el rendimiento del 44% de un índice del Tesoro estadounidense de duración similar.

La Oficina de las Américas

La Oficina de las Américas, junto con la sede del BPI, está actualmente estudiando la manera en que los flujos de capitales pudieran estar influyendo en las políticas monetarias regionales, y cómo podrían afectar a las economías nacionales las recientes recomendaciones para mejorar las principales normas de supervisión y fortalecer la estabilidad financiera. La Oficina está divulgando en la región trabajos de investigación y análisis del BPI sobre estos y otros temas relacionados, así como asistiendo a los departamentos y agrupaciones con sede en Basilea en sus labores de alcance y análisis.

La cooperación de la Oficina con los bancos miembros del BPI, otros bancos centrales, las autoridades reguladoras y la comunidad académica ha dado pie este año a varios artículos sobre temas económicos, la mayoría disponibles en las páginas de la Oficina de las Américas y en el sitio web del BPI.

La Oficina contribuyó a varias reuniones en bancos centrales regionales, entre ellas la reunión de octubre de 2011 del Grupo de Trabajo sobre Política Monetaria en América Latina, celebrada en el Banco Central de la República de Argentina, y la reunión de julio de 2011 del Grupo de Trabajo sobre Mercados en América Latina del Comité de Mercados, auspiciada por el Banco de México. Además, la Oficina de las Américas respaldó varios actos de capacitación organizados por el FSI en cooperación con agrupaciones regionales de supervisores.

La Oficina acudió como invitada o ponente a diversas conferencias y reuniones organizadas por bancos centrales regionales y organizaciones, así como organizaciones y agrupaciones internacionales. En noviembre de 2011, por ejemplo, coorganizó la reunión anual de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (LACEA). En diciembre de 2011, organizó una mesa redonda sobre factores externos y política monetaria, junto con el Banco de México y el CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos); y en marzo de 2012, la Oficina contribuyó a la reunión sobre la banca internacional tras la crisis, celebrada junto con el CEMLA en el Banco Central de Reserva del Perú.

El Consejo Consultivo para las Américas

La Oficina asume las funciones de secretaría del Consejo Consultivo para las Américas (CCA). El CCA, integrado por los Gobernadores de los ocho bancos centrales miembros del BPI en el continente americano⁸, fue creado en mayo de 2008 en calidad de comité consultivo del Consejo de Administración del BPI. Los miembros del CCA son informados con regularidad del trabajo que realizan en el continente tanto el BPI como la Oficina de las Américas y ofrecen pautas para el trabajo presente y futuro del BPI en cuestiones de interés para

⁸ Los bancos centrales de Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Estados Unidos, México y Perú.

las Américas. Actualmente está patrocinando la cooperación en estudios económicos entre sus bancos centrales miembros, incluida una serie de conferencias de investigación. La segunda conferencia de este tipo se celebró en el Banco de Canadá en mayo de 2011.

José de Gregorio presidió el CCA desde enero hasta diciembre de 2011, momento en que finalizó su mandato como Gobernador del Banco Central de Chile. En enero de 2012, el Consejo de Administración del BPI nombró para el cargo a Agustín Carstens, Gobernador del Banco de México, por un mandato de dos años desde el 10 de enero.

Gobierno y gestión del BPI

El gobierno y la gestión del Banco se realizan 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 2011/12, su personal estaba integrado por 616 personas procedentes de 54 países.

Ampliación de miembros

Con vistas a reforzar aún más la cooperación entre los bancos centrales, el 26 de junio de 2011 el Consejo de Administración decidió invitar a cuatro nuevos bancos centrales a formar parte del Banco, según establece el Artículo 8.3 de los Estatutos del BPI. Los bancos centrales de Colombia, Emiratos Árabes Unidos, Luxemburgo y Perú fueron invitados a suscribir cada uno 3 000 acciones del tercer tramo del capital del BPI. Al cierre del periodo de suscripción a finales de 2011, los cuatro bancos centrales habían aceptado la oferta del Consejo de formar parte del BPI.

En su reunión de junio de 2011, el Consejo fijó el precio de emisión en 21 904 DEG por acción. Dado que los bancos miembros desembolsan un 25% (1 250 DEG por acción) del capital nominal autorizado de 5 000 DEG por acción, el precio de emisión de 21 904 DEG incluía una prima de 20 654 DEG por acción. A 31 de marzo de 2012, tras la suscripción de las 12 000 nuevas acciones por los cuatro nuevos miembros, el número de acciones emitidas por el Banco aumentó a 559 125 y el capital desembolsado del Banco en el balance aumentó en 15 millones de DEG (1 250 DEG por acción) alcanzando los 699 millones de DEG. La prima agregada recibida de los cuatro nuevos bancos centrales miembros ascendió a 247,8 millones de DEG, de los cuales 1,5 millones se asignaron al fondo de reserva legal y 246,3 millones al fondo de reserva general.

La Asamblea General de bancos centrales miembros

Sesenta bancos centrales y autoridades monetarias son actualmente miembros del BPI y gozan de derechos de voto y representación en las

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 aprueban el informe anual y las 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

El Consejo de Administración está compuesto por 19 consejeros y cuenta con la ayuda de cuatro comités 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.

Nout Wellink abandonó su cargo como Presidente del Banco de los Países Bajos a finales de junio de 2011, y con ello su pertenencia al Consejo de Administración. Desde 1997 fue miembro de este órgano y ocupó el cargo de Presidente desde marzo de 2002 hasta febrero de 2006. Su sucesor como Presidente del Banco de los Países Bajos, Klaas Knot, fue admitido como miembro del Consejo del BPI en su reunión de septiembre de 2011 durante el tiempo restante del mandato de Nout Wellink, que concluye el 30 de junio de 2012.

Jean-Claude Trichet dejó su cargo como Presidente del BCE a finales de octubre de 2011, y por consiguiente también su pertenencia al Consejo de Administración del BPI. Con efecto a partir del 1 de noviembre de 2011, Mario Draghi abandonó su puesto de Gobernador del Banco de Italia, y con ello su pertenencia al Consejo, para ocupar su nuevo cargo como Presidente del BCE. Ignazio Visco le sucedió en el cargo de Gobernador del Banco de Italia, convirtiéndose en miembro de oficio del Consejo de Administración del BPI. En su reunión de septiembre de 2011, el Consejo del BPI eligió a Mario Draghi para el tiempo restante del mandato de Jean-Claude Trichet, que concluye el 30 de junio de 2012.

Paul Tucker, Subgobernador de Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra, abandonó su cargo como miembro del Consejo a finales de diciembre de 2011. Con efecto el 1 de enero de 2012, Jens Weidmann, Presidente del Deutsche Bundesbank, nombró a Andreas Dombret, miembro del Comité Ejecutivo del Deutsche Bundesbank, como miembro del Consejo del BPI.

Tras la jubilación de Jean-Pierre Landau como miembro del Consejo, Christian Noyer, Gobernador del Banco de Francia, nombró a Anne Le Lorier, Primera Subgobernadora del Banco de Francia, con efecto a partir del 1 de enero de 2012.

El 9 de enero de 2012, Philipp Hildebrand dimitió como Presidente del Consejo de Administración del Banco Nacional de Suiza y, con ello, como miembro del Consejo del BPI y como Presidente del Comité Administrativo. Su sucesor en el Banco Nacional de Suiza, Thomas Jordan, fue admitido en el

Consejo de Administración del BPI el 7 de mayo de 2012 hasta la conclusión del mandato de Philipp Hildebrand, el 31 de marzo de 2013. Agustín Carstens, Gobernador del Banco de México, fue elegido para suceder a Philipp Hildebrand como Presidente del Comité Administrativo a partir del 5 de marzo de 2012.

En las páginas que siguen se enumeran las instituciones accionistas del BPI y la composición de su Consejo de Administración.

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 Central de Luxemburgo
Banco de Canadá	Banco Nacional de la República de Macedonia
Banco Central de Chile	Banco Central de Malasia
Banco de la República Popular de China	Banco de México
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de Noruega
Banco de Corea	Banco de la Reserva de Nueva Zelandia
Banco Nacional de Croacia	Banco de los Países Bajos
Banco Nacional de Dinamarca	Banco Central de Reserva del Perú
Banco Central de los Emiratos Árabes Unidos	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

Christian Noyer, París

Presidente

Masaaki Shirakawa, Tokio

Vicepresidente

Ben S. Bernanke, Washington

Mark Carney, Ottawa

Agustín Carstens, Ciudad de México

Luc Coene, Bruselas

Andreas Dombret, Fráncfort del Meno

Mario Draghi, Fráncfort del Meno

William C. Dudley, Nueva York

Stefan Ingves, Estocolmo

Thomas Jordan, Zúrich⁹

Mervyn King, Londres

Klaas Knot, Ámsterdam

Anne Le Lorier, París

Guy Quaden, Bruselas

Fabrizio Saccomanni, Roma

Ignazio Visco, Roma

Jens Weidmann, Fráncfort del Meno

Zhou Xiaochuan, Pekín

Suplentes

Mathias Dewatripont o Jan Smets, Bruselas

Pierre Jalliet o Christian Durand, París

Joachim Nagel o Karlheinz Bischofberger, Fráncfort del Meno

Fabio Panetta, Roma

Paul Tucker o Paul Fisher, Londres

Janet L. Yellen o Steven B. Kamin, Washington

Comités del Consejo de Administración

Comité Administrativo, presidido por Agustín Carstens

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

In memoriam

El Consejo recibió con profunda tristeza la noticia del fallecimiento el 15 de abril de 2012 de Yasushi Mieno, exGobernador del Banco de Japón, a los 88 años de edad. En septiembre de 1994, hacia el final de su mandato como Gobernador, el Banco de Japón pasó a ser miembro del Consejo del BPI, por lo que Mieno formó parte del mismo durante tres meses.

⁹ Elegido para el Consejo del BPI el 7 de mayo de 2012.

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, integrado por seis miembros: el Director General como Presidente, el Director General Adjunto, los Jefes de los tres departamentos del BPI —la Secretaría General, el Departamento Monetario y Económico y el Departamento Bancario— y el Asesor Jurídico General.

Otros altos cargos son 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

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 para conciliar los planes de negocio, los objetivos y los recursos culmina con la elaboración de un presupuesto financiero preliminar, que deberá ser aprobado por el Consejo antes de que comience el nuevo ejercicio financiero.

El presupuesto distingue entre gastos administrativos y gastos de inversión. Al igual que en organizaciones similares, los gastos de personal y

de la Dirección, incluidos remuneraciones, pensiones y seguros de salud y de accidentes, representan en torno al 70% de los gastos de administración. Otras grandes partidas de egresos son informática, edificios y equipamiento, y gastos operacionales generales, cada una de las cuales supone en torno al 10% de los gastos administrativos. El gasto de inversión, principalmente destinado a edificios e informática, puede variar significativamente de un ejercicio a otro en función de los proyectos comprometidos.

Los gastos de administración y de inversión en 2011/12 reflejaron la prioridad del Banco de reaccionar ante la crisis financiera mundial. Se asignaron nuevos puestos de trabajo al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación (CPSS) y el Instituto de Estabilidad Financiera (FSI). Asimismo, se emprendieron nuevos proyectos informáticos para mejorar los sistemas estadísticos y de investigación, así como para mejorar la divulgación del paquete de reformas de Basilea III. El Departamento Bancario, por su parte, concluyó las mejoras de su infraestructura informática para las actividades de gestión de activos, incluidas la gestión de datos, la comprobación del cumplimiento, el análisis de carteras, la gestión de órdenes y el procesamiento de operaciones.

Para el ejercicio financiero 2011/12, los gastos administrativos generales sobre la base contable del presupuesto del Banco¹⁰ ascendieron a 255,0 millones de francos suizos, o 13,5 millones (5,0%) por debajo de la cantidad presupuestada. En 2010/11, esta partida fue de 1,3 millones de francos suizos (0,5%) por encima de los gastos administrativos efectivos.

Los gastos de inversión fueron de 26,2 millones de francos suizos, o 0,4 millones (1,5%) por debajo de la cantidad presupuestada, en comparación con los 4,5 millones de francos suizos (20,7%) por encima de los gastos de inversión efectivos en el ejercicio 2010/11.

Los gastos totales fueron de 281,2 millones de francos suizos, o 13,9 millones (-4,7%) por debajo de lo presupuestado, frente a los 5,8 millones de francos suizos (+2,1%) por encima de los gastos efectivos en el ejercicio 2010/11.

Para 2012/13 el plan empresarial del Banco se cimienta en los logros de 2011/12 y continúa dando prioridad al fortalecimiento de las actividades en pro de la estabilidad financiera. Dedicará recursos humanos y financieros adicionales para afrontar el aumento de la carga de trabajo en materia de estabilidad financiera, especialmente en el FSB, el BCBS y en las secciones de estadística y estudios a largo plazo del Departamento Monetario y Económico del BPI. Entre las actividades adicionales, se cuentan la divulgación del paquete de Basilea III a la comunidad mundial de bancos centrales y supervisores financieros, así como el fortalecimiento de la capacidad

¹⁰ El presupuesto de Banco excluye los ajustes contables financieros relativos a las obligaciones por prestaciones postempleo en materia de pensiones y seguros de salud y accidentes. Los gastos del ejercicio financiero siguiente dependen de las valoraciones actuariales a 31 de marzo de cada ejercicio, que no se determinan hasta abril, una vez que el Consejo fija el presupuesto. Por motivos similares, también se excluyen del presupuesto determinadas partidas extraordinarias. Estos factores adicionales se incluyen en «Gastos de operación» de la Cuenta de pérdidas y ganancias (véase «Beneficio neto y su distribución»).

estadística del Banco para efectuar el seguimiento de los mercados e instituciones financieras. El Departamento Bancario y las unidades de Control de Riesgos, Finanzas y Cumplimiento seguirán teniendo como máxima prioridad reforzar las actividades bancarias del BPI estableciendo niveles adecuados de rentabilidad y de riesgo financiero a medio plazo. Se destinaron recursos adicionales en el presupuesto dedicado a la actualización del principal sistema informático del Departamento Bancario.

En marzo de 2012, el Consejo aprobó un aumento presupuestario del 3,5% en gastos administrativos para el ejercicio 2012/13, hasta los 277,4 millones de francos suizos, así como un presupuesto de capital de 23,3 millones de francos suizos. Con ello, el presupuesto total, que asciende a 300,7 millones de francos suizos, es 5,6 millones (1,9%) mayor que el de 2011/12.

Política de remuneración del Banco

El trabajo que realiza el personal del BPI se evalúa mediante una serie de criterios objetivos (como la titulación, la experiencia y las responsabilidades) y se clasifica en distintas categorías profesionales, que se insertan a su vez en una estructura salarial por bandas. La retribución de cada empleado se ajusta dentro de los límites de su categoría salarial en función de su rendimiento. Cada tres años se elabora un exhaustivo estudio para comparar la estructura salarial del BPI (en francos suizos) con la de instituciones o segmentos de mercado equiparables. Para ello, el Banco se centra 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 de las instituciones encuestadas. La encuesta más reciente, realizada en el segundo semestre de 2010, se basa en datos que reflejan el mercado de referencia a 1 de julio de 2010. Los puntos medios de las bandas salariales del Banco se reajustaron, con efecto a partir del 1 de julio de 2011, para alinearlos con las de las instituciones analizadas y con la variación estimada de los salarios del mercado externo durante el periodo previo. Este último ajuste, basado en la tasa de inflación en Suiza y en la media ponderada del incremento de los salarios reales en las economías avanzadas, representó un aumento del 1,4%.

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 su contratación en la sede del Banco, incluidos los altos cargos, tiene derecho a una asignación por desplazamiento, que en la actualidad equivale al 14% del salario anual para empleados solteros y al 18% para casados, 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 desde la sede de Basilea y aquellos contratados localmente para ocupar un puesto en ellas. Las condiciones laborales de los primeros vienen determinadas por la política del Banco para misiones internacionales, mientras que para los segundos las condiciones se ajustan a las del mercado local, si bien estos 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 2010 y sus resultados confirman la adecuación de su práctica actual de ajustar anualmente sus sueldos por la tasa de inflación de Suiza.

A 1 de julio de 2011, la remuneración anual de los principales altos cargos (en francos suizos), antes de la asignación por desplazamiento, es de 763 930 para el Director General¹¹, 646 400 para el Director General Adjunto y 587 640 para los Jefes de Departamento.

La Asamblea General Anual aprueba la remuneración de los miembros del Consejo de Administración, que se revisa periódicamente. A 1 de abril de 2012, 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 neto por valor de 758,9 millones de DEG en su 82º ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2012. Dicho resultado es un 7% inferior al del ejercicio anterior, reflejo de un balance medio menor y de las difíciles condiciones que imperaron en los mercados durante la mayor parte del año.

Principales factores del beneficio obtenido en 2011/12

El ejercicio financiero 2011/12 se caracterizó por altibajos en las tensiones del mercado. En la primera mitad del ejercicio financiero se observó una ampliación de los diferenciales crediticios (primas de riesgo), una mayor distorsión de los mercados monetarios y un repunte de la aversión al riesgo entre los inversores. Las condiciones del mercado mejoraron ligeramente en octubre, para volver a deteriorarse en noviembre. Los últimos cuatro meses del ejercicio trajeron consigo un estrechamiento de las primas de riesgo, así como cierta estabilidad en los mercados monetarios y de divisas.

En este contexto, los ingresos netos por intereses fueron de 1 458,1 millones de DEG en 2011/12, frente a los 1 465,4 millones del ejercicio anterior, con un volumen medio de depósitos en monedas por parte de clientes que se mantuvo prácticamente inalterado.

¹¹ Además del salario base, el Director General percibe una asignación anual en concepto de representación y goza de derechos de jubilación especiales.

Las pérdidas netas de valoración ascendieron a 590,3 millones de DEG, frente a la pérdida de 509,2 millones del ejercicio anterior, principalmente debido a la ampliación de los diferenciales de rendimiento en los instrumentos de deuda de la zona del euro mantenidos en las carteras crediticias del Banco.

Los gastos operacionales fueron de 226,7 millones de DEG, un 10,6% por encima de los 205,0 millones del ejercicio anterior¹².

Como consecuencia de todo lo anterior, el beneficio de operación del Banco ascendió a 655,5 millones de DEG, es decir 83 millones por debajo de los 738,5 millones de DEG contabilizados en 2010/11.

Las carteras del Banco de activos disponibles para la venta, una para valores de inversión y la otra para oro, mantienen posiciones cuyas ganancias de valoración se reconocen en la Cuenta de pérdidas y ganancias solo en el momento de su disposición. En 2011/12, el Banco siguió gestionando su cartera de valores de inversión disponibles para la venta con una duración de referencia de tres años, y las disposiciones en esta cartera dieron lugar a una ganancia neta de 24,7 millones de DEG (2010/11: ganancia neta de 55,7 millones de DEG). El Banco también obtuvo una ganancia de 78,7 millones de DEG por la venta de tres toneladas de sus activos de inversión en oro, en comparación con la ganancia de 21,8 millones de DEG de la venta de una tonelada en el ejercicio anterior.

Como resultado de estos factores, el beneficio neto de 2011/12 fue de 758,9 millones de DEG, 57,1 millones por debajo de los 816,0 millones de DEG en 2010/11.

Movimientos en el patrimonio del Banco

Las ganancias no realizadas de las carteras del Banco con activos disponibles para la venta, una para valores de inversión y otra para oro, se incluyen en las cuentas de revaluación del patrimonio del Banco.

La cuenta de revaluación aumentó en 296,5 millones de DEG en concepto de ganancias netas no realizadas (2010/11: pérdida de 197,3 millones DEG), principalmente como resultado de la caída de los rendimientos por intereses a lo largo del año. La cuenta de revaluación del oro se incrementó en 551,8 millones de DEG (2010/11: ganancia de 650,4 millones de DEG), principalmente por la apreciación en un 18% del precio del oro durante el ejercicio.

Teniendo en cuenta estas ganancias, el resultado integral total del Banco en 2011/12 fue de 1 607,2 millones de DEG, lo que supone un rendimiento del 9,2% sobre su patrimonio medio de 17 562 millones de DEG. En 2010/11 el rendimiento total fue de 1 269,1 millones de DEG, un 7,8% sobre el patrimonio medio de 16 238 millones de DEG. Tras descontar el dividendo para 2010/11 por valor de 374,1 millones de DEG que se abonó dentro del ejercicio 2011/12 y la emisión de nuevas acciones por valor de 262,9 millones de DEG, el

¹² Véanse más detalles en la sección anterior «Política presupuestaria del Banco», incluido el tratamiento de los gastos de operación. Dado que la mayoría de los gastos administrativos y de inversión del Banco se abonan en francos suizos, el presupuesto se confecciona y controla en dicha moneda. Los estados financieros del Banco, por su parte, se presentan en DEG e incluyen el efecto de la apreciación del 11% del franco suizo frente al DEG durante el ejercicio.

patrimonio del Banco creció en 1 709,0 millones de DEG durante el ejercicio cerrado el 31 de marzo de 2012.

Propuesta de reparto de dividendo

El Consejo revisó en el ejercicio de 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 justa 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, mientras la política de dividendos del Banco debe proporcionar orientación a medio plazo, el dividendo debe seguir reflejando las circunstancias financieras prevalecientes en el Banco y la propuesta del Consejo a la AGA debe seguir decidiéndose anualmente.

La política de dividendos tiene en cuenta los requerimientos de suficiencia de capital y el coeficiente de apalancamiento del Banco. La política, que volverá a revisarse en 2014/15, incluye:

- un dividendo ordinario sostenible, decidido *ex ante* conforme a la política de dividendos a medio plazo, que aumenta a razón de 10 DEG por acción cada año; y
- un dividendo complementario, que se decidirá *ex post*, manteniendo en todo momento el nivel de apalancamiento y de capital económico dentro de los límites deseados.

Esta política garantiza 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 comporta una progresión constante del dividendo anual, mientras que en años con beneficios anormalmente altos o bajos permitirá conservar cierto grado de flexibilidad para seguir siendo operativa. Además, la aprobación definitiva del dividendo coincide 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 determinar un dividendo adecuado, velando al mismo tiempo por la fortaleza de la base de capital del Banco.

De conformidad con esta política de dividendos, el Consejo propone declarar para el ejercicio financiero 2011/12 un dividendo ordinario de 305 DEG por acción, es decir 10 DEG más por acción con respecto al dividendo ordinario de 2010/11. No se propone ningún dividendo complementario para 2011/12.

A 31 de marzo de 2012, se habían emitido y desembolsado 559 125 acciones (2011: 547 125); esto incluye 1 000 acciones de la emisión albanesa en suspenso mantenidas en la autocartera del Banco. Durante 2011/12 se emitieron 12 000 acciones a nuevos miembros.

Se abonará un dividendo ordinario completo sobre 546 125 acciones, mientras que las 12 000 acciones emitidas durante el ejercicio recibirán una cantidad prorrateada en función de la fecha de suscripción. No se pagará ningún dividendo por las 1 000 acciones en autocartera.

El total de dividendos propuestos por valor de 168,4 millones de DEG se distribuirá el 29 de junio de 2012 en cualquiera de las monedas que componen el DEG, o en francos suizos, según las instrucciones de los accionistas cuyos nombres consten en el registro de acciones del Banco a 31 de marzo de 2012.

Propuesta de distribución y asignación del beneficio neto del ejercicio

En virtud del Artículo 51 de los Estatutos del Banco, el Consejo de Administración recomienda que el beneficio neto de 758,9 millones de DEG del ejercicio financiero sea distribuido por la Asamblea General de la siguiente manera:

- (a) 168,4 millones de DEG para el pago de un dividendo ordinario de 305 DEG por acción;
- (b) 29,5 millones de DEG al fondo de reserva general¹³;
- (c) 6,0 millones de DEG al fondo de reserva especial para dividendos; y
- (d) 555,0 millones de DEG, que constituyen el remanente de los beneficios disponibles, al fondo de reserva de libre disposición.

Informe de auditoría

Los estados financieros del Banco han sido debidamente auditados por Deloitte AG, que ha confirmado que reflejan fielmente la situación financiera del Banco a 31 de marzo de 2012 y los resultados de sus operaciones en el ejercicio cerrado a dicha fecha. El informe de Deloitte figura inmediatamente después de los estados financieros.

Rotación de auditores

En virtud de la política del Consejo en materia de rotación de auditores, Deloitte AG dejará de auditar las cuentas del Banco a partir del cierre del ejercicio analizado, tras haberlo hecho durante los últimos siete años. Como resultado de un proceso de selección en el que participan la Alta Dirección del Banco y el Comité de Auditoría, se propone que Ernst & Young sea el nuevo auditor del Banco. En la próxima Asamblea General Anual se presentará una resolución para su nombramiento para el ejercicio 2012/13.

¹³ A 31 de marzo de 2012, el fondo de reserva general quintuplicaba el capital desembolsado del Banco. Por ello, de conformidad con el Artículo 51 de los Estatutos, el 5% de los beneficios netos, tras descontar el dividendo propuesto, se transferirá al fondo de reserva general.

Estados financieros

a 31 de marzo de 2012

Los estados financieros que figuran en las páginas 154–218, correspondientes al ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2012, fueron aprobados el 7 de mayo de 2012 para su presentación en la Asamblea General Anual que se celebrará el 24 de junio de 2012. 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

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2012	2011
Activo			
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	3	4 077,8	329,8
Oro y préstamos de oro	4	35 912,7	36 637,2
Letras del Tesoro	5	53 492,3	76 932,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	5	46 210,8	51 464,0
Préstamos y anticipos	6	22 757,1	24 170,4
Deuda pública y otros títulos	5	77 877,7	56 987,9
Instrumentos financieros derivados	7	7 303,9	5 790,3
Cuentas por cobrar	8	7 845,5	8 616,3
Terrenos, edificios y equipamiento	9	193,0	190,8
Total del activo		255 670,8	261 118,8
Pasivo			
Depósitos en monedas	10	195 778,5	207 085,6
Depósitos en oro	11	19 624,0	21 269,9
Instrumentos financieros derivados	7	4 727,0	6 959,5
Cuentas por pagar	12	16 745,5	8 758,1
Otros pasivos	13	416,5	375,4
Total del pasivo		237 291,5	244 448,5
Patrimonio neto			
Capital en acciones	14	698,9	683,9
Reservas estatutarias	15	13 057,2	12 154,4
Cuenta de pérdidas y ganancias		758,9	816,0
a deducir: Acciones propias en cartera	16	(1,7)	(1,7)
Otras partidas de patrimonio	17	3 866,0	3 017,7
Total de patrimonio		18 379,3	16 670,3
Total de pasivo y patrimonio		255 670,8	261 118,8

Cuenta de pérdidas y ganancias

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2012	2011
Ingresos por intereses	19	3 091,2	3 324,4
Gastos por intereses	20	(1 633,1)	(1 859,0)
Ingresos netos por intereses		1 458,1	1 465,4
Evolución neta de valoración	21	(590,3)	(509,2)
Ingresos netos por intereses y valoración		867,8	956,2
Ingresos netos por cuotas y comisiones	22	4,7	3,1
Ganancia / (pérdida) neta de moneda extranjera	23	9,7	(15,8)
Ingresos totales de operación		882,2	943,5
Gastos de operación	24	(226,7)	(205,0)
Beneficio de operación		655,5	738,5
Ganancia neta por venta de títulos disponibles para la venta	25	24,7	55,7
Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro	26	78,7	21,8
Beneficio neto para el ejercicio financiero		758,9	816,0
Ganancias por acción básicas y diluidas (en DEG por acción)	27	1 374,6	1 494,2

Estado del resultado integral

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2012	2011
Beneficio neto para el ejercicio financiero		758,9	816,0
Ganancia / (pérdida) no realizada en títulos disponibles para la venta	17A	296,5	(197,3)
Ganancia no realizada en activos de inversión en oro	17B	551,8	650,4
Resultado integral total para el ejercicio financiero		1 607,2	1 269,1

Estado de flujo de efectivo

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2012	2011
Flujo de efectivo por / (utilizado en) actividades de operación			
Ingresos recibidos por intereses y similares		3 676,2	3 591,1
Gastos pagados por intereses y similares		(1 625,4)	(1 769,2)
Ingresos netos por cuotas y comisiones	22	4,7	3,1
Ganancia neta por diferencia de cambio por transacción	23	14,4	21,5
Gastos de operación pagados		(210,4)	(190,8)
Partidas distintas de flujos de efectivo incluidas en el beneficio de operación			
Diferencias de valoración del activo y pasivo de operación	21	(590,3)	(509,2)
Pérdida neta por diferencia de cambio por conversión	23	(4,7)	(37,3)
Liberación de la provisión por deterioro para préstamos de oro		34,7	-
Variación de devengo y amortización		(627,4)	(356,5)
Variación en activos y pasivos de operación			
Pasivos por depósitos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		(18 980,9)	17 500,9
Activos bancarios en monedas		19 630,1	(10 882,2)
Pasivos por depósitos en cuenta a la vista y con preaviso		7 251,1	(11 022,2)
Pasivos por depósitos en oro		(1 645,9)	(10 794,2)
Activos bancarios en oro y por depósitos en oro		1 291,5	7 042,6
Cuentas por cobrar		(2,0)	1,5
Otros pasivos/cuentas por pagar		41,1	(332,7)
Instrumentos financieros derivados netos		(3 746,1)	7 096,5
Flujo de efectivo neto por / (utilizado en) actividades de operación		4 510,7	(637,1)
Flujo de efectivo por / (utilizado en) actividades de inversión			
Variación neta de activos de inversión en monedas disponibles para la venta	5B	(923,0)	(829,8)
Variación neta de activos de inversión en monedas al valor razonable con cambios en resultados		(51,7)	(82,9)
Variación neta de activos de inversión en oro	4B	63,5	32,2
Adquisición neta de terrenos, edificios y equipamiento	9	(18,9)	(15,1)
Flujo de efectivo neto utilizado en actividades de inversión		(930,1)	(895,6)

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2012	2011
Flujo de efectivo por / (utilizado en) actividades financieras			
Emisión de acciones		262,9	–
Reparto de dividendos		(161,1)	(374,1)
Flujo de efectivo neto por / (utilizado en) actividades financieras		101,8	(374,1)
Total de flujo de efectivo neto		3 682,4	(1 906,8)
Impacto neto de las variaciones del tipo de cambio en el efectivo y equivalentes al efectivo		1,1	178,4
Evolución neta del efectivo y equivalentes al efectivo		3 681,3	(2 085,2)
Variación neta del efectivo y equivalentes al efectivo		3 682,4	(1 906,8)
Efectivo y equivalentes al efectivo, al comienzo del ejercicio	28	582,0	2 488,8
Efectivo y equivalentes al efectivo, al cierre del ejercicio	28	4 264,4	582,0

Oscilaciones en el patrimonio del Banco

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	Notas	Capital en acciones	Reservas estatutarias	Pérdidas y ganancias	Acciones propias en cartera	Otras partidas de patrimonio	Total fondos propios
Patrimonio a 31 de marzo de 2010		683,9	10 668,7	1 859,8	(1,7)	2 564,6	15 775,3
Resultado integral total	17	–	–	816,0	–	453,1	1 269,1
Pago del dividendo ordinario 2009/10		–	–	(155,6)	–	–	(155,6)
Pago del dividendo complementario 2009/10		–	–	(218,5)	–	–	(218,5)
Distribución del beneficio 2009/10		–	1 485,7	(1 485,7)	–	–	–
Patrimonio a 31 de marzo de 2011		683,9	12 154,4	816,0	(1,7)	3 017,7	16 670,3
Resultado integral total	17	–	–	758,9	–	848,3	1 607,2
Pago del dividendo 2010/11		–	–	(161,1)	–	–	(161,1)
Emisión de acciones		15,0	247,9	–	–	–	262,9
Distribución del beneficio 2010/11		–	654,9	(654,9)	–	–	–
Patrimonio a 31 de marzo de 2012, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		698,9	13 057,2	758,9	(1,7)	3 866,0	18 379,3
Propuesta de reparto de dividendo		–	–	(168,4)	–	–	(168,4)
Propuesta de transferencia a reservas		–	590,5	(590,5)	–	–	–
Patrimonio a 31 de marzo de 2012, tras la propuesta de distribución del beneficio		698,9	13 647,7	–	(1,7)	3 866,0	18 210,9

A 31 de marzo de 2012, las reservas estatutarias incluían primas de emisión por valor de 1 059,6 millones de DEG (2011: 811,7 millones de DEG).

Propuesta de distribución del beneficio

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	Notas	2012
Beneficio neto para el ejercicio financiero		758,9
Transferencia al fondo de reserva legal	15	–
Propuesta de reparto de dividendo:		
305 DEG por acción para 546 125 acciones		(166,6)
Para 12 000 nuevas acciones (en función de la fecha valor de suscripción de la acción)		(1,8)
Beneficio disponible para distribución		590,5
Propuesta de transferencia a reservas:		
Fondo de reserva general	15	(29,5)
Fondo de reserva especial para dividendos	15	(6,0)
Fondo de reserva de libre disposición	15	(555,0)
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.

Oscilaciones en las reservas estatutarias del Banco

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	Notas					2012
		Fondo de reserva legal	Fondo de reserva general	Fondo de reserva especial para dividendos	Fondo de reserva de libre disposición	Total de reservas estatutarias
Saldo a 31 de marzo de 2011		68,3	3 228,5	166,0	8 691,6	12 154,4
Distribución del beneficio 2010/11	15	–	65,5	6,0	583,4	654,9
Emisión de nuevas acciones		1,5	246,4	–	–	247,9
Saldo a 31 de marzo de 2012, según el Balance de situación, previo a la propuesta de distribución del beneficio		69,8	3 540,4	172,0	9 275,0	13 057,2
Propuesta de transferencia a reservas	15	–	29,5	6,0	555,0	590,5
Saldo a 31 de marzo de 2012 tras la propuesta de distribución del beneficio		69,8	3 569,9	178,0	9 830,0	13 647,7

Criterios 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 31 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 2010 por el Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional y en vigor desde el 1 de enero de 2011. Conforme al método de cálculo actual, un DEG equivale a la suma de 0,660 dólares de Estados Unidos, 0,423 euros, 12,1 yenes japoneses y 0,111 libras esterlinas. Hasta el 1 de enero de 2011, el DEG equivalía a la suma de 0,632 USD, 0,410 EUR, 18,4 JPY y 0,0903 GBP. Esta variación en la composición de la cesta no alteró el valor del DEG anterior con respecto al nuevo a 31 de diciembre de 2010, de modo que no dio lugar a pérdidas o ganancias significativas. La composición de esta cesta de monedas está sujeta a la revisión quinquenal del FMI, prevista para diciembre de 2015.

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 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 contabiliza 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 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 como referencia una cartera de bonos de duración fija.

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 contabilizan 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 en su caso.

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» y se consideran como equivalentes de efectivo a efectos del estado de flujo de efectivo.

Su naturaleza a corto plazo hace que se consideren préstamos 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 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 bancarios 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 contabilizan al valor razonable con cambios en resultados.

En un primer momento, 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» de la Cuenta de pérdidas y ganancias 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 rúbrica «Evolución neta 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, mantiene algunas carteras de inversión negociadas activamente. Los activos en monedas de estas carteras son activos de negociación, por lo que se contabilizan al valor razonable con cambios en resultados.

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 incluye en la rúbrica «Ingresos por intereses» de la Cuenta de pérdidas y ganancias 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 rúbrica «Evolución neta de valoración».

12. Activos de inversión 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 negociadas de forma más activa.

En un primer momento, estos activos de inversión 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 incluye en la rúbrica «Ingresos por intereses» de la Cuenta de pérdidas y ganancias en términos de tasas de interés efectivas.

Con posterioridad a la fecha de la operación, los activos de inversión 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 la rúbrica «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 la rúbrica «Otros pasivos» del Balance de situación a su valor razonable en la fecha de la operación.

14. Oro

Esta categoría se compone de lingotes de oro mantenidos en custodia en bancos centrales y en cuentas a la vista denominadas en oro. 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 se registran a su fecha de liquidación, y, si se trata de operaciones a plazo, se consideran derivados hasta su fecha de liquidación.

El tratamiento de las pérdidas y ganancias 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. 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 la rúbrica «Ingresos por intereses» de la Cuenta de pérdidas y ganancias en términos de tasas de interés efectivas.

16. Depósitos en oro

Esta categoría incluye depósitos en oro a la vista y a plazo fijo no consignados procedentes de bancos centrales.

Un depósito en oro no consignado otorga al cliente un derecho general frente al Banco de entrega de oro del mismo peso y de la misma calidad que el suministrado al Banco por parte del cliente, pero no confiere derechos

sobre lingotes de oro específicos. Los depósitos en oro no consignados 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.

Los depósitos en oro asignados (o en consignación) ofrecen al cliente un derecho de entrega de lingotes de oro específicos depositados en custodia en el Banco por parte del cliente. La titularidad y el riesgo recaen sobre el cliente. Los pasivos por depósitos en oro utilizados y los activos en lingotes de oro relacionados no están incluidos como tales en el balance del Banco y se contabilizan como partidas fuera del balance (véase la Nota 31).

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, incluidos depósitos en oro y activos bancarios en oro relacionados

El Banco clasifica los préstamos de oro de sus carteras bancarias como préstamos 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 «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 «Pérdida neta por diferencia de cambio» como pérdida o ganancia neta por conversión.

B. Carteras de inversión, incluidos 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 evolución 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 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, los derivados se contabilizan en el Balance a su costo en la fecha de la operación. Los subsiguientes intereses devengados se incluyen en la rúbrica «Gastos por intereses» de la Cuenta de pérdidas y ganancias en términos de tasas de interés efectivas.

Con posterioridad a la fecha de la operación, los pasivos contabilizados al valor razonable con cambios en resultados se reajustan a su valor razonable, incluyéndose las pérdidas y ganancias no realizadas en la rúbrica «Evolución neta de valoración».

19. Derivados

Los derivados se utilizan para gestionar el riesgo de mercado del Banco o 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 incluye en la rúbrica «Ingresos por intereses» de la Cuenta de pérdidas y ganancias en términos de tasas de interés efectivas.

Con posterioridad a la fecha de la operación, los derivados se reajustan a su valor razonable, incluyéndose las oscilaciones realizadas y no realizadas del valor en la rúbrica «Evolución neta 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, aplicándosele el tratamiento antes descrito.

20. Criterios de valoración

Los criterios de valoración del Banco, que han sido aprobados por el Consejo de Administración, definen la manera de designar 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 medida en que la caída del valor razonable por debajo del coste de amortización no se considere temporal. El deterioro de los activos en monedas se incluye en la Cuenta de pérdidas y ganancias, bajo «Evolución neta de valoración»; el deterioro de los préstamos en oro se encuentra bajo «Ingresos por intereses». 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 del Banco 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 postempleo

El Banco cuenta con tres tipos de prestaciones postempleo: 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. Los compromisos por prestaciones definidas se calculan con arreglo al 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. Para descontar los flujos de efectivo, el Banco utiliza el rendimiento de mercado de bonos denominados en francos suizos emitidos por empresas de elevada calificación con fechas de vencimiento similares a las de los compromisos subyacentes.

La cantidad consignada 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 esquema durante el ejercicio, más los intereses de las obligaciones por prestaciones definidas, calculados a la tasa de descuento. 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 variaciones 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 consignado en la Cuenta de pérdidas y ganancias se calculan de forma similar a los del fondo de pensiones para el personal.

C. Prestaciones postempleo de asistencia sanitaria y accidentes

El Banco ofrece también un esquema (sin fondo propio) de prestaciones postempleo de asistencia sanitaria y accidentes. En este esquema, el pasivo, las obligaciones por prestaciones definidas y el importe consignado 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 variaciones 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 indirectamente su estado de flujo de efectivo a partir de la evolución de su Balance de situación, ajustada por cambios en las operaciones financieras pendientes de liquidación.

El efectivo y 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 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 sesenta bancos centrales, los cuales ejercen su derecho de representación y voto en la Asamblea General en proporción al número de acciones del BPI emitidas en sus respectivos países. El Consejo de Administración del Banco está integrado por los Gobernadores de los bancos centrales fundadores (Alemania, Bélgica, Estados Unidos de América, Francia, Italia y el Reino Unido) y por los Consejeros nombrados por ellos. A éstos se unen los Gobernadores de los bancos centrales de Canadá, China, Japón, México, los Países Bajos y Suecia 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. Para realizar dichas estimaciones, la Alta Dirección utiliza toda la información de la que dispone, introduce supuestos y se sirve de su propio criterio.

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 postempleo y la valoración de las provisiones y pasivos contingentes.

El criterio propio se aplica al seleccionar y aplicar la política contable del Banco. También se aplica al clasificar y valorar los instrumentos financieros, algo esencial para la elaboración de los presentes estados financieros. En concreto, al valorar los instrumentos financieros derivados se aplica el criterio propio para decidir la curva de descuento a utilizar y los ajustes necesarios para reflejar el riesgo de crédito y el colateral.

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 variación 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 variación de 1 punto básico en los supuestos sobre diferenciales utilizados.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Letras del Tesoro	0,1	0,2
Títulos adquiridos con pacto de reventa	0,1	0,3
Préstamos y anticipos	0,2	0,5
Deuda pública y otros títulos	11,3	10,2
Depósitos en monedas	13,5	14,3
Instrumentos financieros derivados	4,1	4,3

B. Provisión por deterioro de activos financieros

El Banco lleva a cabo exámenes anuales del deterioro en cada fecha de cierre del Balance. A 31 de marzo de 2012 el Banco no contaba con ningún activo financiero que pudiera considerarse deteriorado (31 de marzo de 2011: 29,0 millones de DEG).

C. Supuestos actuariales

La valoración del fondo de pensiones y de los seguros de asistencia sanitaria se basa en supuestos actuariales, como expectativas de inflación, tasas de interés, inflación de costos médicos, edad de jubilación y esperanza de vida de los participantes. Cualquier variación en estos supuestos afecta 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

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Oro	34 831,9	35 401,7
Préstamos de oro	1 080,8	1 235,5
Total de oro y préstamos de oro	35 912,7	36 637,2
Compuesto por:		
Activos de inversión en oro	4 018,2	3 451,2
Activos bancarios en oro y por depósitos en oro	31 894,5	33 186,0

«Oro» incluye 12 262,8 millones de DEG (355 toneladas) de oro (2011: 11 940,5 millones de DEG; 409 toneladas) que el Banco mantiene en relación con sus contratos *swap* de oro. A través de estos contratos, el Banco intercambia monedas por oro físico y se compromete a devolver el oro al vencimiento del contrato. Véanse en la Nota 7 más detalles sobre los *swaps* de oro.

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 evolución 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 17B se analiza en profundidad la cuenta de nueva valoración del oro. La Nota 26 explica en qué consisten las ganancias netas por la venta de activos de inversión en oro.

En el cuadro siguiente se desglosan las oscilaciones de los activos de inversión en oro del Banco.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Saldo al comienzo del ejercicio	3 451,2	2 811,2
Variación neta de activos de inversión en oro		
Disposición de oro	(93,3)	(26,7)
Vencimientos, cuentas a la vista y otras oscilaciones netas	(4,9)	(5,5)
Liberación de provisión por deterioro	34,7	-
	(63,5)	(32,2)
Oscilación del precio del oro	630,5	672,2
Saldo al cierre del ejercicio	4 018,2	3 451,2

A 31 de marzo de 2011 el oro y los préstamos de oro del Banco incluían una provisión por deterioro por valor de 29,0 millones de DEG. Esta provisión se liberó cuando los correspondientes préstamos de oro acabaron de reembolsarse durante el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2012. La ganancia por valor de 5,7 millones de DEG entre el 31 de marzo de 2011 y la fecha de dicha liberación obedece a la oscilación del precio del oro y de los tipos de cambio.

A 31 de marzo de 2012, los activos de inversión en oro del Banco ascendían a 116 toneladas de oro fino. (2011: 119 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 y anticipos, 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 pasivos por depósitos en monedas junto a los activos de inversión en monedas pertenecientes a carteras negociadas de forma más activa. La parte restante de activos de inversión en monedas del Banco están clasificados como disponibles para la venta y, junto con los activos de inversión en oro, representan ampliamente la inversión del patrimonio del Banco.

Las *letras del Tesoro* son títulos de deuda a corto plazo emitidos por Gobiernos con un descuento.

Los *títulos adquiridos con pacto de reventa* («acuerdos de recompra a la inversa») son generalmente operaciones a corto plazo 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. Durante la vigencia del contrato, el Banco vigila el valor razonable de estos títulos de garantía y puede solicitar garantías adicionales o tener que devolver garantías en función de la evolución de su valor de mercado.

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. Estos préstamos están consignados en la rúbrica «Préstamos y anticipos» del Balance de situación, en el que también se incluyen las cuentas con preaviso (Nota 6).

Deuda pública y otros títulos son títulos de deuda emitidos por Gobiernos, instituciones internacionales, otros organismos públicos, bancos comerciales y empresas. Entre ellos se incluyen pagarés de empresa, certificados de depósito, bonos a interés fijo y variable, bonos cubiertos y titulización de activos.

A continuación se desglosan los activos en monedas del Banco:

A 31 de marzo de 2012	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	53 338,3	–	154,0	154,0	53 492,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	46 210,8	–	–	–	46 210,8
Préstamos a plazo fijo y anticipos	22 570,5	–	–	–	22 570,5
Deuda pública y otros títulos					
Gobiernos	35 885,9	13 181,9	130,9	13 312,8	49 198,7
Instituciones financieras	15 790,4	201,9	–	201,9	15 992,3
Otros	12 099,9	94,8	492,0	586,8	12 686,7
	63 776,2	13 478,6	622,9	14 101,5	77 877,7
Total activos en monedas	185 895,8	13 478,6	776,9	14 255,5	200 151,3

A 31 de marzo de 2011	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	76 739,3	–	192,8	192,8	76 932,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	51 464,0	–	–	–	51 464,0
Préstamos a plazo fijo y anticipos	23 918,2	–	–	–	23 918,2
Deuda pública y otros títulos					
Gobiernos	11 498,1	11 083,5	–	11 083,5	22 581,6
Instituciones financieras	18 933,2	226,9	601,6	828,5	19 761,7
Otros	13 808,6	836,0	–	836,0	14 644,6
	44 239,9	12 146,4	601,6	12 748,0	56 987,9
Total activos en monedas	196 361,4	12 146,4	794,4	12 940,8	209 302,2

B. Activos de inversión en monedas disponibles para la venta

Los activos de inversión en monedas del Banco, relacionados principalmente con la inversión de su patrimonio, se clasifican como disponibles para la venta, a menos que formen parte de una cartera negociada activamente.

El cuadro siguiente desglosa las oscilaciones de los activos de inversión en monedas del Banco disponibles para la venta.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2012	2011
Saldo al comienzo del ejercicio	12 146,4	11 556,2
Variación neta de activos de inversión en monedas disponibles para la venta		
Incrementos	4 086,5	5 299,8
Disposiciones	(2 132,0)	(2 996,5)
Otras oscilaciones netas	(1 031,5)	(1 473,5)
	923,0	829,8
Variación neta en operaciones pendientes de liquidación	88,0	(98,0)
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	321,2	(141,6)
Saldo al cierre del ejercicio	13 478,6	12 146,4

6. Préstamos y anticipos

Los préstamos y anticipos a entidades bancarias incluyen préstamos a plazo fijo a bancos comerciales, anticipos y cuentas con preaviso. Los anticipos se refieren a facilidades de crédito permanentes comprometidas y no comprometidas que el Banco proporciona a sus clientes. Las cuentas con preaviso son activos financieros a muy corto plazo, que no suele superar los tres días.

Los préstamos a plazo fijo y los anticipos se contabilizan al valor razonable con cambios en resultados. Las cuentas con preaviso se clasifican como préstamos y partidas por cobrar y se contabilizan en el Balance de situación a su coste amortizado.

A 31 de marzo

En millones de DEG	2012	2011
Préstamos a plazo fijo y anticipos	22 570,5	23 918,2
Cuentas con preaviso	186,6	252,2
Total de préstamos y anticipos	22 757,1	24 170,4

La oscilación del valor razonable reconocida en la Cuenta pérdidas y ganancias de los préstamos a plazo fijo y anticipos es de -1,7 millones de DEG (2011: 12,3 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 acuerdos contractuales en virtud de los cuales se percibe o desembolsa una cantidad neta, en función de las variaciones de las tasas de interés o de los precios de los bonos, en una fecha futura. 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 concede al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar (*call*) o vender (*put*), hasta una fecha predeterminada o en dicha fecha, cierta cantidad de moneda extranjera o de oro, a un precio pactado de antemano. Como contraprestación, 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 acuerdos contractuales bilaterales para el intercambio de flujos de caja relativos a divisas, oro o tasas de interés (por ejemplo, una tasa fija por una variable). Los *swaps* de tasas de interés entre divisas consisten en el intercambio de flujos de caja relativos a una combinación de tasas de interés y de tipos de cambio. 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 *forwards sobre divisas y oro* son acuerdos contractuales bilaterales para el intercambio de oro o divisas en una fecha futura. Incluyen las operaciones al contado pendientes de entrega.

Los *forward rate agreements* (FRA) son contratos bilaterales a plazo sobre tasas de interés, 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 bilaterales 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. Como contraprestación, el vendedor recibe una prima que le paga el comprador.

Además, el Banco vende a sus clientes instrumentos con derivados incorporados (véase Nota 10). Cuando el contrato matriz no se clasifica 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	2012			2011		
	Importes nacionales	Valor razonable		Importes nacionales	Valor razonable	
		Activo	Pasivo		Activo	Pasivo
<i>En millones de DEG</i>						
Futuros sobre bonos	1 023,8	0,2	(0,2)	1 095,0	0,5	(0,4)
<i>Swaps</i> de monedas	1 456,3	0,1	(275,4)	1 597,0	4,8	(314,8)
<i>Forwards</i> sobre divisas y oro	950,2	7,0	(2,6)	2 747,7	13,6	(25,2)
Opciones sobre divisas y oro	115,2	–	(0,2)	3 430,0	43,7	(43,8)
<i>Swaps</i> de divisas y de oro	116 556,3	2 381,9	(945,0)	128 060,9	766,9	(3 711,9)
FRA	15 881,2	4,1	(4,0)	18 945,7	6,3	(5,1)
Futuros sobre tasas de interés	4 722,1	0,1	–	7 559,2	0,1	–
<i>Swaps</i> de tasas de interés	304 954,9	4 910,5	(3 496,6)	304 357,4	4 954,4	(2 853,3)
<i>Swaptions</i>	1 446,9	–	(3,0)	773,4	–	(5,0)
Total de instrumentos financieros derivados al cierre del ejercicio	447 106,9	7 303,9	(4 727,0)	468 566,3	5 790,3	(6 959,5)
Instrumentos financieros derivados netos al cierre del ejercicio			2 576,9			(1 169,2)

8. Cuentas por cobrar

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Operaciones financieras pendientes de liquidación	7 833,2	8 606,0
Otros activos	12,3	10,3
Total de cuentas por cobrar	7 845,5	8 616,3

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				2012	2011
	Terrenos	Edificios	Equipos informáticos y otros	Total	Total
<i>En millones de DEG</i>					
Costo histórico					
Saldo al comienzo del ejercicio	41,2	250,2	92,9	384,3	373,7
Gasto de capital	-	7,5	11,4	18,9	15,1
Disposiciones y retiradas de uso	-	-	(1,6)	(1,6)	(4,5)
Saldo al cierre del ejercicio	41,2	257,7	102,7	401,6	384,3
Amortización					
Saldo al comienzo del ejercicio	-	123,0	70,5	193,5	183,8
Amortización	-	7,7	9,0	16,7	14,2
Disposiciones y retiradas de uso	-	-	(1,6)	(1,6)	(4,5)
Saldo al cierre del ejercicio	-	130,7	77,9	208,6	193,5
Valor contable neto al cierre del ejercicio	41,2	127,0	24,8	193,0	190,8

La cifra de amortización para el ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo de 2012 incluye una partida adicional por importe de 1,6 millones de DEG en concepto de equipos informáticos y de otro tipo, tras haberse realizado un estudio del deterioro (2011: 1,0 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

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Instrumentos de depósito reembolsables con uno a dos días de preaviso		
Instrumentos a Medio Plazo (MTI)	57 867,3	54 453,9
MTI rescatables (<i>callable</i>)	2 016,5	1 556,7
Inversiones a interés fijo del BPI (FIXBIS)	43 507,5	42 751,3
	103 391,3	98 761,9
Otros depósitos en monedas		
Inversiones de renta variable del BIS (FRIBIS)	731,8	962,8
Depósitos a plazo fijo	66 560,0	89 550,9
Depósitos en moneda dual (DCD)	119,9	85,7
Depósitos en cuentas a la vista y con preaviso	24 975,5	17 724,3
	92 387,2	108 323,7
Total de depósitos en monedas	195 778,5	207 085,6
Compuesto por:		
Designados al valor razonable con cambios en resultados	170 803,1	189 361,3
Pasivos financieros al costo amortizado	24 975,4	17 724,3

Los *MTI (Medium-Term Instruments)* son inversiones a interés fijo en el BPI para vencimientos trimestrales de hasta 10 años.

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 septiembre de 2012 y marzo de 2013 (2011: junio y diciembre de 2011). 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 a interés fijo en el Banco para cualquier vencimiento entre una semana y un año.

Los *FRIBIS* son inversiones a interés 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 a interés fijo 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 vencen en abril o mayo de 2012 (2011: abril o mayo de 2011).

Los *depósitos en cuentas 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 algunos de ellos al valor razonable, 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 necesariamente con el importe que el Banco está obligado a abonar al titular del depósito en la fecha de vencimiento. El importe que el Banco está obligado a abonar en la fecha de vencimiento para el total de sus depósitos en monedas (incluidos los intereses devengados a 31 de marzo de 2012 es de 194 313,6 millones de DEG (2011: 206 432,4 millones de DEG).

El Banco aplica técnicas de valoración para estimar el valor razonable de sus depósitos en monedas. Dichas técnicas de valoración incluyen modelos de flujo de efectivo 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, inferidos en parte de las tasas de interés publicadas (ej. Libor y tasas *swap*) y en parte de supuestos sobre los diferenciales a los que se ofrece y se compra 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 inversores 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 las variaciones en la solvencia del Banco

El valor razonable de los pasivos del Banco se vería afectado por cualquier variación en su solvencia. Si la solvencia del Banco se deteriorase, se reduciría el valor de su pasivo y esta variación quedaría recogida en la Cuenta de pérdidas y ganancias como una evolución 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 ninguna variación 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. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar consisten en operaciones financieras en espera de liquidación, con relación a cobros 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.

13. Otros pasivos

Los otros pasivos del Banco están integrados por:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Obligaciones por prestaciones postempleo (Nota 18)		
Pensiones del personal	30,0	22,7
Pensiones de Consejeros	6,4	5,9
Prestaciones de asistencia sanitaria y accidentes	287,0	258,3
Posiciones cortas en activos en monedas	69,7	65,7
Deudas frente a antiguos accionistas	0,6	0,6
Otros	22,8	22,2
Total de otros pasivos	416,5	375,4

14. Capital en acciones

El capital en acciones del Banco está integrado por:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Capital autorizado: 600 000 acciones, de 5 000 DEG de valor nominal cada una, de los cuales 1 250 DEG desembolsados	3 000,0	3 000,0
Capital emitido: 559 125 (2011: 547 125)	2 795,6	2 735,6
Capital desembolsado (25%)	698,9	683,9

Durante el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2012, el Banco emitió 3 000 acciones a cada uno de los bancos centrales de los siguientes países: Colombia, Emiratos Árabes Unidos, Luxemburgo y Perú. Con esta emisión, el número de bancos centrales miembros aumentó hasta 60 (31 de marzo de 2011: 56).

El número de acciones con derecho a dividendo es el siguiente:

A 31 de marzo	2012	2011
Acciones emitidas	559 125	547 125
a deducir: Acciones propias en cartera	(1 000)	(1 000)
Acciones con derecho a dividendo	558 125	546 125
de las cuales:		
Con derecho a dividendo completo	546 125	546 125
Nuevas acciones con derecho a dividendo parcial en función de la fecha de suscripción	12 000	–

15. 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 5% del beneficio neto anual restante deberá destinarse al fondo de reserva general.

Fondo de reserva especial para dividendos. Parte del beneficio neto anual restante podrá destinarse al fondo de reserva especial para dividendos, que debe estar disponible siempre que sea necesario para abonar todo o parte del dividendo declarado. Los dividendos suelen abonarse con el beneficio neto del Banco.

Fondo de reserva 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.

16. Acciones propias en cartera

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	2012	2011
Número de acciones al comienzo del ejercicio	1 000	1 000
Oscilaciones en el ejercicio	-	-
Número 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.

17. Otras partidas de patrimonio

Esta partida refleja la nueva valoración de los activos en monedas disponibles para la venta y de los activos de inversión en oro, según se describe en las Notas 4 y 5.

Otras partidas de patrimonio incluyen:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Cuenta de revaluación	417,8	121,3
Cuenta de revaluación del oro	3 448,2	2 896,4
Total de otras partidas de patrimonio	3 866,0	3 017,7

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.

Las oscilaciones fueron las siguientes:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Saldo al comienzo del ejercicio	121,3	318,6
Evolución neta de valoración		
Ganancia neta por ventas	(24,7)	(55,7)
Cambios en el valor razonable y otras oscilaciones	321,2	(141,6)
	296,5	(197,3)
Saldo al cierre del ejercicio	417,8	121,3

En el cuadro que aparece a continuación se detalla el saldo de la cuenta de revaluación de títulos e incluye deuda pública y otros títulos:

<i>En millones de DEG</i>	Valor razonable de los activos	Costo histórico	Cuenta de revaluación	Ganancias brutas	Pérdidas brutas
A 31 de marzo de 2012	13 478,6	13 060,8	417,8	422,7	(4,9)
A 31 de marzo de 2011	12 146,4	12 025,1	121,3	190,4	(69,1)

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, calculado a partir de su valor de 208 USD vigente entre 1979 y 2003 (en virtud de una decisión tomada por el Consejo de Administración del Banco), 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

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Saldo al comienzo del ejercicio	2 896,4	2 246,0
Evolución neta de valoración		
Ganancia neta por ventas	(78,7)	(21,8)
Oscilación del precio del oro	630,5	672,2
	551,8	650,4
Saldo al cierre del ejercicio	3 448,2	2 896,4

18. Obligaciones por prestaciones postempleo

El Banco cuenta con tres esquemas de prestaciones postempleo:

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 postempleo sin fondo propio de asistencia sanitaria y seguro de accidentes para su personal, al que da derecho en principio un periodo mínimo de servicio de 10 años hasta al menos los 50 años de edad.

Actuarios independientes examinan anualmente todos estos esquemas.

A. Importes consignados en el Balance de situación

A 31 de marzo		Pensiones del personal				
En millones de DEG	2012	2011	2010	2009	2008	
Valor presente de la obligación	(1 264,5)	(1 039,1)	(913,1)	(747,4)	(709,7)	
Valor razonable de los activos del fondo	929,2	881,9	762,4	619,6	714,3	
Consolidado	(335,3)	(157,2)	(150,7)	(127,8)	4,6	
Pérdidas actuariales no reconocidas	305,3	134,5	138,6	125,4	41,2	
Costo no reconocido de servicios en periodos anteriores	–	–	–	–	(45,8)	
Pasivo al cierre del ejercicio	(30,0)	(22,7)	(12,1)	(2,4)	–	

A 31 de marzo		Pensiones de Consejeros				
En millones de DEG	2012	2011	2010	2009	2008	
Valor presente de la obligación	(8,6)	(7,2)	(6,5)	(5,7)	(5,4)	
Valor razonable de los activos del fondo	–	–	–	–	–	
Consolidado	(8,6)	(7,2)	(6,5)	(5,7)	(5,4)	
Pérdidas actuariales no reconocidas	2,2	1,3	1,3	0,9	0,6	
Costo no reconocido de servicios en periodos anteriores	–	–	–	–	–	
Pasivo al cierre del ejercicio	(6,4)	(5,9)	(5,2)	(4,8)	(4,8)	

A 31 de marzo		Prestaciones postempleo de asistencia sanitaria y accidente				
En millones de DEG	2012	2011	2010	2009	2008	
Valor presente de la obligación	(434,3)	(316,7)	(284,2)	(225,4)	(208,0)	
Valor razonable de los activos del fondo	–	–	–	–	–	
Consolidado	(434,3)	(316,7)	(284,2)	(225,4)	(208,0)	
Pérdidas actuariales no reconocidas	151,2	63,3	72,3	40,1	30,3	
Costo no reconocido de servicios en periodos anteriores	(3,9)	(4,9)	(5,6)	(6,3)	(7,7)	
Pasivo al cierre del ejercicio	(287,0)	(258,3)	(217,5)	(191,6)	(185,4)	

B. Valor presente de las obligaciones por prestaciones definidas

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 postempleo de asistencia sanitaria y accidente		
<i>En millones de DEG</i>	2012	2011	2010	2012	2011	2010	2012	2011	2010
Valor presente de la obligación al comienzo del ejercicio	1 039,1	913,1	747,4	7,2	6,5	5,7	316,7	284,2	225,4
Costo de servicios del periodo corriente	45,6	40,1	32,0	0,4	0,3	0,2	11,3	9,4	8,5
Contribución de los empleados	6,0	5,2	4,5	-	-	-	-	-	-
Costo por intereses	29,5	25,6	24,5	0,2	0,2	0,2	9,0	8,1	7,5
Pérdida/(ganancia) actuarial	146,8	(11,8)	84,3	1,0	-	-	88,9	(11,9)	30,2
Pagos por obligaciones	(40,0)	(29,0)	(28,3)	(0,4)	(0,4)	(0,3)	(2,6)	(2,5)	(2,2)
Diferencias cambiarias	37,5	95,9	48,7	0,3	0,6	0,7	11,0	29,4	14,8
Valor presente de la obligación al cierre del ejercicio	1 264,5	1 039,1	913,1	8,7	7,2	6,5	434,3	316,7	284,2

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>	2012	2011	2010
Valor razonable de los activos del fondo al comienzo del ejercicio	881,9	762,4	619,6
Rendimiento esperado de los activos del fondo	46,2	39,4	31,8
Ganancia/(pérdida) actuarial	(23,9)	0,9	74,4
Contribución del Banco	25,7	22,0	20,0
Contribución de los empleados	6,0	5,2	4,5
Pagos por obligaciones	(40,0)	(29,0)	(28,3)
Diferencias cambiarias	33,3	81,0	40,4
Valor razonable de los activos del fondo al cierre del ejercicio	929,2	881,9	762,4

D. Importes consignados en la Cuenta de pérdidas y ganancias

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo	Pensiones del personal			Pensiones de Consejeros			Prestaciones postempleo de asistencia sanitaria y accidente		
	2012	2011	2010	2012	2011	2010	2012	2011	2010
<i>En millones de DEG</i>									
Costo de servicios del periodo corriente	45,6	40,1	32,0	0,4	0,3	0,2	11,3	9,4	8,5
Costo por intereses	29,5	25,6	24,5	0,2	0,2	0,2	9,0	8,1	7,5
a deducir: Rendimiento esperado de los activos del fondo	(46,2)	(39,4)	(31,8)	-	-	-	-	-	-
a deducir: Costo de servicios de periodos anteriores	-	-	-	-	-	-	(1,3)	(1,2)	(1,1)
Perdidas actuariales netas reconocidas en el ejercicio	2,9	4,2	4,4	0,1	0,1	0,1	2,9	3,5	1,4
Total incluido en gastos de operación	31,8	30,5	29,1	0,7	0,6	0,5	21,9	19,8	16,3

El Banco prevé realizar una aportación de 28,8 millones de DEG a sus esquemas postempleo en 2012/13.

E. Principales categorías de los activos del fondo en porcentaje del total de sus activos

A 31 de marzo

<i>En porcentaje</i>	2012	2011
Títulos de renta variable europeos	12,7	14,6
Otros títulos de renta variable	30,4	32,0
Títulos de renta fija europeos	28,8	16,3
Otros títulos de renta fija	22,3	30,1
Otros activos	5,8	7,0
Rendimiento real de los activos del fondo	2,4%	4,9%

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	2012	2011
Aplicable a los tres esquemas de obligaciones postempleo		
Tasa de descuento: tasas de mercado de deuda privada suiza de elevada calificación	2,00%	2,75%
Aplicable a los esquemas de pensiones para personal y Consejeros		
Aumento asumido en pagos por pensiones	1,50%	1,50%
Aplicable solo 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 solo al esquema de pensiones para Consejeros		
Aumento asumido de la remuneración de Consejeros a efectos de pensión	1,50%	1,50%
Aplicable solo al esquema de prestaciones postempleo 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 inflación del 1,5% a 31 de marzo de 2012 (2011: 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 estimar 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 2011/12 tendría los siguientes efectos:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG	2012	2011
Aumento/(descenso) del costo total por servicios e intereses		
6% inflación costos médicos	7,7	5,6
4% inflación costos médicos	(5,4)	(4,1)

A 31 de marzo

En millones de DEG	2012	2011
Aumento/(descenso) de las obligaciones por prestaciones		
6% inflación costos médicos	104,0	70,6
4% inflación costos médicos	(77,6)	(53,6)

19. Ingresos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG

	2012	2011
Activos en monedas disponibles para la venta		
Deuda pública y otros títulos	288,9	299,9
	288,9	299,9
Activos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		
Letras del Tesoro	304,6	335,6
Títulos adquiridos con pacto de reventa	235,8	188,3
Préstamos y anticipos	209,0	123,9
Deuda pública y otros títulos	862,9	838,7
	1 612,3	1 486,5
Activos clasificados como préstamos y cuentas por cobrar		
Cuentas a la vista y con preaviso	2,2	2,8
Activos de inversión en oro	1,0	1,2
Activos bancarios en oro	1,6	2,2
Liberación de la provisión por deterioro para la amortización completa de los activos bancarios en oro relacionados	34,7	-
	39,5	6,2
Instrumentos financieros derivados al valor razonable con cambios en resultados	1 150,5	1 531,8
Total de ingresos por intereses	3 091,2	3 324,4

20. Gastos por intereses

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

En millones de DEG

	2012	2011
Pasivos al valor razonable con cambios en resultados		
Depósitos en monedas	1 564,8	1 811,0
Pasivos financieros al costo amortizado		
Depósitos en cuentas a la vista y con preaviso	67,3	46,6
Depósitos en oro	1,0	1,4
	68,3	48,0
Total de gastos por intereses	1 633,1	1 859,0

21. Evolución neta de valoración

La evolución neta de valoración proviene en su totalidad de los instrumentos financieros al valor razonable con cambios en resultados. Se incluye una pérdida crediticia de 31,9 millones de DEG (2011: nula) relacionada con una reestructuración de deuda soberana.

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Activos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		
Oscilaciones de valoración no realizadas de activos en monedas	530,1	(473,7)
Ganancias realizadas en activos en monedas	52,9	108,5
	583,0	(365,2)
Pasivos en monedas al valor razonable con cambios en resultados		
Oscilaciones de valoración no realizadas en pasivos financieros	(258,0)	646,4
Pérdidas realizadas en pasivos financieros	(185,1)	(292,4)
	(443,1)	354,0
Oscilaciones de valoración de instrumentos financieros derivados	(730,2)	(498,0)
Evolución neta de valoración	(590,3)	(509,2)

22. Ingresos netos por cuotas y comisiones

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Ingresos por cuotas y comisiones	14,5	12,1
Gastos por cuotas y comisiones	(9,8)	(9,0)
Ingresos netos por cuotas y comisiones	4,7	3,1

23. Ganancia / (pérdida) neta de moneda extranjera

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Ganancia neta por transacción	14,4	21,5
Pérdida neta por conversión	(4,7)	(37,3)
Ganancia / (pérdida) neta de moneda extranjera	9,7	(15,8)

24. 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>	2012	2011
Consejo de Administración		
Estipendio de los Consejeros	1,9	2,2
Pensiones a antiguos Consejeros	0,9	0,6
Viajes, reuniones externas del Consejo y otros gastos	1,2	1,2
	4,0	4,0
Dirección y personal		
Remuneración	122,2	120,4
Pensiones	46,2	50,8
Otros gastos de personal	48,1	48,3
	216,5	219,5
Gastos de oficina y diversos	70,0	71,3
Gastos administrativos en millones de CHF	290,5	294,8
Gastos administrativos en millones de DEG	210,0	190,8
Amortización en millones de DEG	16,7	14,2
Gastos de operación en millones de DEG	226,7	205,0

La cifra promedio de personal del Banco, expresada en términos de empleados a tiempo completo, ascendió a 554 personas durante el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2012 (2011: 547).

25. Ganancia neta por venta de títulos disponibles para la venta

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Ingresos por disposición	2 132,0	3 038,7
Costo amortizado	(2 107,3)	(2 983,0)
Ganancia neta por venta de títulos disponibles para la venta	24,7	55,7
Compuesto por:		
Ganancia bruta realizada	39,5	69,9
Pérdida bruta realizada	(14,8)	(14,2)

26. Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Ingresos por disposición	93,2	26,7
Costo estimado (Nota 17B)	(14,5)	(4,9)
Ganancia neta por venta de activos de inversión en oro	78,7	21,8

27. Ganancia y dividendos por acción

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

	2012	2011
Beneficio neto para el ejercicio financiero (millones de DEG)	758,9	816,0
Promedio ponderado de acciones con derecho a dividendo	552 076	546 125
Ganancias básicas y diluidas por acción (DEG por acción)	1 374,6	1 494,2
Dividendos por acción (DEG por acción)		
Ordinario	305	295

La política de dividendos del Banco contempla dos elementos: un dividendo ordinario sostenible ideado para cambiar de forma previsible de ejercicio a ejercicio, y un dividendo complementario que se aplica cuando los beneficios son elevados y se han cubierto los requerimientos de capital del Banco. En el presente ejercicio financiero solo se abonará el dividendo ordinario.

28. Efectivo y equivalentes al efectivo

En el estado de flujo, el efectivo y sus equivalentes incluyen:

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	4 077,8	329,8
Cuentas con preaviso	186,6	252,2
Total de efectivo y equivalentes al efectivo	4 264,4	582,0

29. 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 dicho 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 la Oficina de las Américas).

30. 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	
	2012	2011	2012	2011
USD	0,646	0,631	0,636	0,654
EUR	0,861	0,895	0,875	0,864
JPY	0,00784	0,00762	0,00806	0,00764
GBP	1,033	1,013	1,015	1,016
CHF	0,715	0,689	0,723	0,647
Oro (en onzas)	1 074,7	907,5	1 046,3	844,9

31. 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 a otros activos del Banco. Estas operaciones, que no se contabilizan en el Balance de situación, incluyen:

A 31 de marzo

En millones de DEG

	2012	2011
Acuerdos de custodia	11 167,9	11 260,6
Acuerdos de depósito de garantías	34,7	33,9
Mandatos de gestión de carteras	11 341,6	10 507,9
Lingotes de oro en consignación	11 176,2	8 671,1
Total	33 720,4	30 473,5

El cuadro anterior recoge el valor nominal de los títulos mantenidos en custodia o bajo acuerdos de depósito de garantías, 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 (BISIP), 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 engloban lingotes específicos que han sido depositados en el Banco para su custodia. 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 2012, los lingotes de oro en consignación ascendían a 323 toneladas de oro fino (2011: 297 toneladas).

Los instrumentos financieros arriba citados se encuentran depositados bajo custodia externa, ya sea en bancos centrales o en instituciones comerciales.

Además de las partidas fuera de balance enunciadas anteriormente, el Banco también gestiona carteras de depósitos en monedas en nombre de sus clientes. Estas alcanzaron un total de 6 253,2 millones de DEG a 31 de marzo de 2012 (2011: 5 776,7 millones de DEG). Los activos en estas carteras se incluyen en el Balance de situación bajo la rúbrica «Depósitos en monedas».

32. Compromisos

El Banco ofrece a sus clientes una serie de facilidades permanentes comprometidas, con y sin colateral. A 31 de marzo de 2012, los compromisos de acuerdo de crédito vigentes derivados de dichas facilidades ascendían a 2 570,6 millones de DEG (2011: 2 287,7 millones de DEG), de los cuales 193,8 millones no estaban colateralizados (2011: 189,4 millones de DEG).

33. Jerarquía de valor razonable

El Banco clasifica su medición 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 estimación del valor razonable en su totalidad. La jerarquía de valor razonable utilizada por el Banco presenta los siguientes niveles:

Nivel 1: precios cotizados (sin ajustar) en mercados activos para instrumentos financieros idénticos.

Nivel 2: variables distintas de las incluidas en el Nivel 1 que sean observables para el instrumento financiero ya sea directamente (es decir, como precios) o indirectamente (a partir de los precios de instrumentos financieros similares). Esto incluye tasas de interés, diferenciales y volatilidades observables.

Nivel 3: variables no observables en los mercados financieros.

A. Activos al valor razonable

A 31 de marzo de 2012

<i>En millones de DEG</i>	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3	Total
Activos financieros al valor razonable con cambios en resultados				
Letras del Tesoro	51 306,1	2 186,2	–	53 492,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	–	46 210,8	–	46 210,8
Préstamos a plazo fijo	–	22 570,5	–	22 570,5
Deuda pública y otros títulos	36 620,2	27 770,6	8,3	64 399,1
Instrumentos financieros derivados	20,9	7 283,0	–	7 303,9
Activos financieros clasificados como disponibles para la venta				
Deuda pública y otros títulos	13 361,1	117,5	–	13 478,6
Total de activos financieros al valor razonable	101 308,3	106 138,6	8,3	207 455,2
Pasivos financieros al valor razonable con cambios en resultados				
Depósitos en monedas	–	(170 803,1)	–	(170 803,1)
Instrumentos financieros derivados	(35,6)	(4 691,4)	–	(4 727,0)
Otros pasivos (posiciones cortas en activos en monedas)	–	(69,7)	–	(69,7)
Total de pasivos financieros al valor razonable	(35,6)	(175 564,2)	–	(175 599,8)

A 31 de marzo de 2011

<i>En millones de DEG</i>	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3	Total
Activos financieros al valor razonable con cambios en resultados				
Letras del Tesoro	71 198,0	5 734,2	–	76 932,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	–	51 464,0	–	51 464,0
Préstamos a plazo fijo	–	23 918,2	–	23 918,2
Deuda pública y otros títulos	18 401,2	26 376,2	64,1	44 841,5
Instrumentos financieros derivados	5,5	5 784,8	–	5 790,3
Activos financieros clasificados como disponibles para la venta				
Deuda pública y otros títulos	11 862,1	284,4	–	12 146,4
Total de activos financieros al valor razonable	101 466,7	113 561,7	64,1	215 092,5
Pasivos financieros al valor razonable con cambios en resultados				
Depósitos en monedas	–	(189 361,3)	–	(189 361,3)
Instrumentos financieros derivados	(16,5)	(6 943,0)	–	(6 959,5)
Otros pasivos (posiciones cortas en activos en monedas)	–	(65,7)	–	(65,7)
Total de pasivos financieros al valor razonable	(16,5)	(196 370,0)	–	(196 386,5)

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 existen datos fiables para un determinado instrumento financiero, el Banco determina el valor razonable aplicando técnicas habituales de valoración de mercado. Estas técnicas de valoración 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. A 31 de marzo de 2012 y de 2011, los instrumentos del Nivel 3 consistían en bonos 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 2012**

<i>En millones de DEG</i>	Activos financieros al valor razonable con cambios en resultados	Activos financieros clasificados como disponibles para la venta	Total
Saldo al comienzo del ejercicio	64,1	–	64,1
Ganancias en resultado	1,3	–	1,3
Ganancias en patrimonio	–	–	–
Total de ganancias	1,3	–	1,3
Disposiciones	(27,4)	–	(27,4)
Transferencias desde el Nivel 3	(38,0)	–	(38,0)
Transferencias hacia el Nivel 3	8,3	–	8,3
Saldo al cierre del ejercicio	8,3	–	8,3
Ganancias/(pérdidas) en resultado para activo y pasivo mantenidos al cierre del ejercicio	(20,0)	–	(20,0)

A 31 de marzo de 2011

<i>En millones de DEG</i>	Activos financieros al valor razonable con cambios en resultados	Activos financieros clasificados como disponibles para la venta	Total
Saldo al comienzo del ejercicio	91,4	–	91,4
Ganancias en resultado	0,7	–	0,7
Total de ganancias	0,7	–	0,7
Disposiciones	(11,4)	–	(11,4)
Transferencias desde el Nivel 3	(31,7)	–	(31,7)
Transferencias hacia el Nivel 3	15,1	–	15,1
Saldo al cierre del ejercicio	64,1	–	64,1
Ganancias en resultado para activo y pasivo mantenidos al cierre del ejercicio	1,0	–	1,0

34. 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 2012

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras
Activo					
Préstamos de oro	–	–	–	–	0,50
Letras del Tesoro	0,12	0,85	0,45	0,09	0,59
Títulos adquiridos con pacto de reventa	0,07	0,07	0,39	0,05	–
Préstamos y anticipos	0,24	0,46	0,71	0,09	0,15
Deuda pública y otros títulos	1,15	1,76	2,00	0,35	4,72
Pasivo					
Depósitos en monedas	0,57	0,68	0,72	0,03	0,77
Depósitos en oro	–	–	–	–	0,42
Posiciones cortas en activos en monedas	4,33	–	–	–	–

A 31 de marzo de 2011

<i>En porcentaje</i>	USD	EUR	GBP	JPY	Otras
Activo					
Préstamos de oro	–	–	–	–	0,46
Letras del Tesoro	0,26	0,93	0,60	0,11	0,82
Títulos adquiridos con pacto de reventa	0,08	0,60	0,53	0,04	–
Préstamos y anticipos	0,28	0,94	0,68	0,10	0,16
Deuda pública y otros títulos	1,54	2,64	2,08	0,51	5,07
Pasivo					
Depósitos en monedas	0,82	1,02	1,06	0,04	0,56
Depósitos en oro	–	–	–	–	0,38
Posiciones cortas en activos en monedas	4,53	–	–	–	–

35. Análisis por regiones

A. Total del pasivo

A 31 de marzo

En millones de DEG

	2012	2011
África y Europa	80 509,2	76 200,4
Asia-Pacífico	99 805,3	105 303,5
América	42 594,0	48 847,3
Organismos internacionales	14 383,0	14 097,3
Total	237 291,5	244 448,5

B. Partidas fuera de balance

A 31 de marzo

En millones de DEG

	2012	2011
África y Europa	7 972,9	7 652,0
Asia-Pacífico	20 144,4	18 918,4
América	5 603,1	3 903,1
Total	33 720,4	30 473,5

La Nota 31 analiza con mayor detalle las partidas fuera de balance del Banco. En la Nota 3B de la Sección «Gestión de riesgos» se analizan los activos del Banco por región.

C. Compromisos de crédito

A 31 de marzo

En millones de DEG

	2012	2011
África y Europa	–	179,1
Asia-Pacífico	2 570,6	2 108,6
Total	2 570,6	2 287,7

La Nota 32 analiza con mayor detalle los compromisos crediticios del Banco.

36. 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 los antedichos;
- 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 postempleo 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 las secciones del Informe Anual tituladas «Consejo de Administración» y «Alta Dirección» se enumeran los miembros de ambos órganos. En la Nota 18 se describen los esquemas de prestaciones postempleo del Banco.

A. Partes relacionadas: particulares

La remuneración total del Consejo de Administración y de la Alta Dirección contabilizada en la Cuenta de pérdidas y ganancias fue la siguiente:

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de CHF</i>	2012	2011
Salarios, asignaciones y cobertura médica	7,7	7,7
Prestaciones postempleo	2,1	2,2
Remuneración total	9,8	9,9
Equivalente en DEG	7,1	6,8

En la Nota 24 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. Las oscilaciones 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>	2012	2011
Saldo al comienzo del ejercicio	21,7	19,7
Cantidades depositadas, incluidos ingresos por intereses (neto de impuestos retenidos)	4,2	4,2
Cantidades retiradas	(1,8)	(2,2)
Saldo al cierre del ejercicio	24,1	21,7
Equivalente en DEG	17,2	15,0
Gastos por intereses en depósitos en millones de CHF	0,5	0,5
Equivalente en DEG	0,4	0,3

En el cuadro anterior están consignadas las cantidades relativas a los miembros del Consejo de Administración y altos cargos que fueron nombrados durante el ejercicio financiero, así como otros depósitos recibidos. También se incluyen las cantidades correspondientes a los miembros del Consejo de Administración y altos cargos que cesaron en su cargo durante el ejercicio analizado, 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 ni retirar 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 2012, el saldo total de las cuentas inmovilizadas ascendía a 19,4 millones de DEG (2011: 20,9 millones de DEG). Este importe se contabiliza en el Balance de situación bajo la rúbrica «Depósitos en monedas».

B. Partes relacionadas: bancos centrales e instituciones conexas

El BPI presta sus servicios bancarios principalmente a bancos centrales, autoridades monetarias e instituciones financieras internacionales. En el desempeño 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>	2012	2011
Saldo al comienzo del ejercicio	47 156,3	57 512,6
Cantidades depositadas	290 890,7	362 877,5
Vencimientos, amortizaciones y oscilaciones del valor razonable	(289 823,8)	(370 954,6)
Evolución neta de las cuentas con preaviso	1 205,6	(2 279,2)
Saldo al cierre del ejercicio	49 428,8	47 156,3
Porcentaje del total de depósitos en monedas al cierre del ejercicio	25,2%	22,8%

Pasivos por depósitos en oro de bancos centrales e instituciones conexas considerados partes relacionadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Saldo al comienzo del ejercicio	15 536,0	27 688,7
Evolución neta de las cuentas de oro a la vista	(1 768,9)	(12 152,7)
Saldo al cierre del ejercicio	13 767,1	15 536,0
Porcentaje del total de depósitos en oro al cierre del ejercicio	70,2%	73,0%

Títulos adquiridos con pacto de reventa con bancos centrales e instituciones conexas que son partes relacionadas

Ejercicio financiero cerrado a 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Saldo al comienzo del ejercicio	5 947,0	4 942,7
Cantidades depositadas garantizadas	1 569 113,8	1 176 076,2
Vencimientos y oscilaciones del valor razonable	(1 569 300,2)	(1 175 071,9)
Saldo al cierre del ejercicio	5 760,6	5 947,0
Porcentaje del total de títulos adquiridos con pacto de reventa al cierre del ejercicio	12,5%	11,6%

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 2012 ascendía a 16 196,5 millones de DEG (2011: 22 669,5 millones de DEG).

Otros importes y transacciones 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 2012 ascendía a 4 061,8 millones de DEG (2011: 314,6 millones de DEG). El oro mantenido en cuentas a la vista con estas entidades ascendía a 34 816,2 millones de DEG a 31 de marzo de 2012 (2011: 35 383,0 millones de DEG).

Durante el ejercicio financiero cerrado el 31 de marzo de 2012, el Banco adquirió valores por un importe de 34 276,9 millones de DEG emitidos por bancos centrales e instituciones conexas que se consideran partes relacionadas (2011: 6 013,5 millones de DEG). A lo largo del ejercicio, un total de 36 724,0 millones de DEG de estos valores alcanzaron su fecha de vencimiento o fueron vendidos (2011: 2 535,8 millones de DEG). A 31 de marzo de 2012, el Banco mantenía 1 167,8 millones de DEG en títulos emitidos por partes relacionadas (2011: 3 614,8 millones de DEG).

A lo largo del ejercicio financiero, el Banco adquirió de bancos centrales e instituciones conexas títulos de terceros por un total de 131,1 millones de DEG, que fueron enajenados antes del cierre del ejercicio (2011: nulo).

37. Pasivos contingentes

La Alta Dirección del Banco considera que no existían pasivos contingentes materiales a 31 de marzo de 2012.

Suficiencia de capital

1. Capital

A continuación se desglosa el capital de Nivel 1 del BPI y su capital total.

A 31 de marzo

<i>En millones de DEG</i>	2012	2011
Capital en acciones	698,9	683,9
Reservas estatutarias según Balance	13 057,2	12 154,4
a deducir: Acciones propias en cartera	(1,7)	(1,7)
Capital de Nivel 1	13 754,4	12 836,6
Cuenta de pérdidas y ganancias	758,9	816,0
Otras partidas de patrimonio	3 866,0	3 017,7
Total de patrimonio	18 379,3	16 670,3

El Banco comprueba continuamente la suficiencia de su capital con la ayuda de un proceso anual de planificación del capital y del negocio.

El Banco ha implementado un marco de gestión de riesgos acorde al documento *Convergencia internacional de medidas y normas de capital: marco revisado* (el Marco de Basilea II), emitido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en junio de 2006. Su implementación incluye los tres pilares del Marco, y tiene en cuenta el ámbito y 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 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 nivel de confianza del 99,995% y un horizonte de mantenimiento de un año, excepto para el riesgo de liquidación (incluido en la utilización para el riesgo de crédito) y otros riesgos. El capital económico adicional que se reserva para el riesgo de liquidación y otros riesgos (es decir, los riesgos que no quedan cubiertos, o al menos no totalmente, por los cálculos del capital económico del Banco) se basa en la evaluación llevada a cabo por la Alta Dirección del Banco.

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>	2012	2011
Riesgo de crédito	6 886,2	5 974,2
Riesgo de mercado	3 287,9	2 836,5
Riesgo operacional	700,0	700,0
Otros riesgos	300,0	300,0
Utilización total del capital económico	11 174,1	9 810,7

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 correspondientes requerimientos mínimos de capital para los riesgos de crédito, de mercado y operacional.

A 31 de marzo		2012			2011		
	Método utilizado	Volumen de la exposición	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)	Volumen de la exposición	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)
<i>En millones de DEG</i>							
Riesgo de crédito							
Exposición frente a soberanos, bancos y empresas	Método avanzado basado en calificaciones internas, donde (B) se obtiene como (A) x 8%	153 430,0	10 041,9	803,4	158 491,3	7 538,3	603,1
Exposiciones de titulización, carteras gestionadas externamente y otros activos	Método estándar, donde (B) se obtiene como (A) x 8%	1 853,2	1 107,8	88,6	2 256,6	1 190,0	95,2
Riesgo de mercado							
Exposición frente a riesgo de divisas y riesgo del precio del oro	Método de modelos internos, donde (A) se obtiene como (B) / 8%	–	16 005,8	1 280,5	–	10 806,2	864,5
Riesgo operacional							
	Método de medición avanzada, donde (A) se obtiene como (B) / 8%	–	4 270,3	341,6	–	3 760,4	300,8
Total			31 425,8	2 514,0		23 294,9	1 863,6

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

	2012	2011
Capital de Nivel 1	13 754,3	12 836,6
Pérdida esperada	(24,3)	-
Capital de Nivel 1, neto de pérdidas esperadas (A)	13 730,0	12 836,6
Total de activos ponderados por riesgo (B)	31 425,8	23 294,9
Coeficiente de capital de Nivel 1 (A) / (B)	43,7%	55,1%

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 cualquier provisión por deterioro reflejada en los estados financieros del Banco. A 31 de marzo de 2011, el Banco mantenía una provisión por deterioro de 29,0 millones de DEG relacionada con sus activos por préstamos de oro. A 31 de marzo de 2012 el Banco no mantenía ningún activo financiero deteriorado. En la Nota 2B de los estados financieros se detalla la provisión por deterioro contabilizada a 31 de marzo de 2011. 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.

El Banco mantiene un nivel de solvencia muy alto y evalúa exhaustivamente su capital teniendo en cuenta su idiosincrasia, manteniendo así en todo momento una posición de capital sustancialmente superior al mínimo exigido.

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, control, seguimiento y notificación de los riesgos.

2. Metodología y organización de la gestión de riesgos

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 del riesgo operacional se encargan conjuntamente la función de Control de Riesgos, que se encarga de cuantificar dicho riesgo, y la Unidad de Cumplimiento y Riesgo Operacional. Ambas son independientes y 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. La unidad de Finanzas informa al Director General Adjunto y al Secretario General.

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 mensual y trimestralmente 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 periódico 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 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. 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. Un activo financiero se considera en mora cuando la contraparte no realiza el pago en la fecha contractual convenida.

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 cada contraparte son aprobados por la Alta Dirección del Banco en virtud del marco fijado a tal efecto por el Consejo de Administración.

En términos agregados, el riesgo de crédito (que incluye el riesgo de impago y el riesgo de transferencia entre países) se calcula, vigila y controla 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. Riesgo de impago

Los cuadros que siguen a continuación reflejan la posición del Banco, sin tener en cuenta las garantías en su poder ni las mejoras crediticias a su disposición. 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.

Las posiciones recogidas en los siguientes cuadros se basan en el valor contable del activo en balance por sectores, región y calidad crediticia. 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. El oro y los préstamos de oro no incluyen los lingotes de oro mantenidos en custodia, y las cuentas por cobrar no incluyen las partidas relacionadas con pasivos no liquidados, dado que estas partidas no suponen una exposición del Banco al riesgo de crédito.

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.

El Banco lleva a cabo exámenes anuales del deterioro en cada fecha de cierre del Balance. A 31 de marzo de 2012 el Banco no contaba con ningún activo financiero que pudiera considerarse deteriorado (31 de marzo de 2011: 29,0 millones de DEG). A 31 de marzo de 2012 no había activos financieros en mora (31 de marzo de 2011: nulo). En el ejercicio analizado, el Banco registró una pérdida crediticia de 31,9 millones de DEG (2011: nula) relacionada con una reestructuración de deuda soberana.

Riesgo de impago por tipo de activo y de emisor

Los siguientes cuadros muestran la exposición del Banco al riesgo de impago por tipo de activo y de emisor. El «sector público» abarca instituciones internacionales y otras instituciones del sector público.

A 31 de marzo de 2012

<i>En millones de DEG</i>	Soberanos y bancos centrales	Sector público	Bancos	Empresas	Titulización	Total
Exposiciones en balance						
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	4 064,5	–	11,9	1,4	–	4 077,8
Oro y préstamos de oro	–	–	1 096,5	–	–	1 096,5
Letras del Tesoro	53 492,3	–	–	–	–	53 492,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	5 760,6	–	40 450,2	–	–	46 210,8
Préstamos y anticipos	4 520,6	391,6	17 844,9	–	–	22 757,1
Deuda pública y otros títulos	49 198,7	15 588,9	7 617,7	4 467,4	1 005,0	77 877,7
Derivados	49,1	139,8	7 114,6	0,4	–	7 303,9
Cuentas por cobrar	10,0	337,5	20,6	9,6	–	377,7
Exposición total en balance	117 095,8	16 457,8	74 156,4	4 478,8	1 005,0	213 193,8
Compromisos						
Facilidades sin garantías no dispuestas	193,8	–	–	–	–	193,8
Facilidades garantizadas no dispuestas	2 376,8	–	–	–	–	2 376,8
Compromisos totales	2 570,6	–	–	–	–	2 570,6
Exposición total	119 666,4	16 457,8	74 156,4	4 478,8	1 005,0	215 764,4

A 31 de marzo de 2011

<i>En millones de DEG</i>	Soberanos y bancos centrales	Sector público	Bancos	Empresas	Titulización	Total
Exposiciones en balance						
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	316,7	–	6,8	6,3	–	329,8
Oro y préstamos de oro	–	–	1 225,1	29,1	–	1 254,2
Letras del Tesoro	76 932,1	–	–	–	–	76 932,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	5 947,0	–	45 517,0	–	–	51 464,0
Préstamos y anticipos	1 182,5	424,2	22 563,7	–	–	24 170,4
Deuda pública y otros títulos	28 467,5	14 375,1	9 206,9	3 589,2	1 349,2	56 987,9
Derivados	156,2	31,4	5 602,1	0,6	–	5 790,3
Cuentas por cobrar	2,0	434,9	131,5	8,0	–	576,4
Exposición total en balance	113 004,0	15 265,6	84 253,1	3 633,2	1 349,2	217 505,1
Compromisos						
Facilidades sin garantías no dispuestas	189,4	–	–	–	–	189,4
Facilidades garantizadas no dispuestas	2 098,3	–	–	–	–	2 098,3
Compromisos totales	2 287,7	–	–	–	–	2 287,7
Exposición total	115 291,7	15 265,6	84 253,1	3 633,2	1 349,2	219 792,8

Riesgo de impago por región

Los siguientes cuadros muestran la exposición del Banco al riesgo de impago por región. El Banco distribuye su exposición entre las distintas regiones a partir del país en el que está constituida legalmente la entidad frente a la que el Banco mantiene la posición.

A 31 de marzo de 2012

<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	4 063,9	7,7	6,2	–	4 077,8
Oro y préstamos de oro	782,5	68,9	245,1	–	1 096,5
Letras del Tesoro	14 394,7	37 072,8	2 024,8	–	53 492,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	39 158,3	5 252,6	1 799,9	–	46 210,8
Préstamos y anticipos	14 584,2	6 799,0	1 227,8	146,1	22 757,1
Deuda pública y otros títulos	39 858,2	4 411,6	25 233,2	8 374,7	77 877,7
Derivados	5 613,2	94,8	1 595,8	0,1	7 303,9
Cuentas por cobrar	31,6	0,9	345,2	–	377,7
Exposición total en balance	118 486,6	53 708,3	32 478,0	8 520,9	213 193,8
Compromisos					
Facilidades sin garantías no dispuestas	–	193,8	–	–	193,8
Facilidades garantizadas no dispuestas	–	2 376,8	–	–	2 376,8
Compromisos totales	–	2 570,6	–	–	2 570,6
Exposición total	118 486,6	56 278,9	32 478,0	8 520,9	215 764,4

A 31 de marzo de 2011

<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	315,1	1,2	13,5	–	329,8
Oro y préstamos de oro	901,8	58,3	294,1	–	1 254,2
Letras del Tesoro	37 831,2	36 796,9	2 304,0	–	76 932,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	45 359,2	5 710,0	394,8	–	51 464,0
Préstamos y anticipos	19 224,0	3 429,6	1 345,2	171,6	24 170,4
Deuda pública y otros títulos	31 368,7	3 427,6	13 667,5	8 524,1	56 987,9
Derivados	4 082,8	175,1	1 532,1	0,3	5 790,3
Cuentas por cobrar	140,6	0,8	435	–	576,4
Exposición total en balance	139 223,4	49 599,5	19 986,2	8 696,0	217 505,1
Compromisos					
Facilidades sin garantías no dispuestas	–	189,4	–	–	189,4
Facilidades garantizadas no dispuestas	179,1	1 919,2	–	–	2 098,3
Compromisos totales	179,1	2 108,6	–	–	2 287,7
Exposición total	139 402,5	51 708,1	19 986,2	8 696,0	219 792,8

Riesgo de impago por contraparte / calificación del emisor

Los siguientes cuadros muestran la exposición del Banco al riesgo de impago por tipo de activo financiero. Las columnas corresponden a las calificaciones internas del Banco expresadas como equivalentes de calificaciones externas.

A 31 de marzo de 2012

<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	3 969,7	97,8	9,4	0,3	0,3	0,3	4 077,8
Oro y préstamos de oro	–	83,3	1 013,2	–	–	–	1 096,5
Letras del Tesoro	6 160,9	43 461,9	3 310,6	558,9	–	–	53 492,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	–	5 760,6	39 287,8	1 162,4	–	–	46 210,8
Préstamos y anticipos	1 101,0	4 360,9	15 913,0	800,8	581,4	–	22 757,1
Deuda pública y otros títulos	24 965,8	42 492,8	7 471,8	2 029,8	917,5	–	77 877,7
Derivados	107,9	1 472,0	5 723,0	–	0,6	0,4	7 303,9
Cuentas por cobrar	–	345,5	25,0	0,5	0,2	6,5	377,7
Exposición total en balance	36 305,3	98 074,8	72 753,8	4 552,7	1 500,0	7,2	213 193,8
<i>En porcentaje</i>	<i>17,0%</i>	<i>46,0%</i>	<i>34,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,0%</i>	<i>100,0%</i>
Compromisos							
Facilidades sin garantías no dispuestas	–	–	–	193,8	–	–	193,8
Facilidades garantizadas no dispuestas	–	771,3	784,4	261,4	559,7	–	2 376,8
Compromisos totales	–	771,3	784,4	455,2	559,7	–	2 570,6
Exposición total	36 305,3	98 846,1	73 538,2	5 007,9	2 059,7	7,2	215 764,4

A 31 de marzo de 2011

	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	315,3	11,7	2,1	0,3	0,1	0,3	329,8
Oro y préstamos de oro	–	303,8	921,3	29,1	–	–	1 254,2
Letras del Tesoro	28 360,2	41 532,1	7 039,8	–	–	–	76 932,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	237,0	13 499,4	37 727,6	–	–	–	51 464,0
Préstamos y anticipos	1 543,6	7 498,1	15 128,7	–	–	–	24 170,4
Deuda pública y otros títulos	36 427,9	12 321,0	7 501,6	686,5	50,9	–	56 987,9
Derivados	31,3	798,3	4 914,0	0,1	46,0	0,6	5 790,3
Cuentas por cobrar	435,0	0,3	134,9	0,3	1,4	4,5	576,4
Exposición total en balance	67 350,3	75 964,7	73 370,0	716,3	98,4	5,4	217 505,1
<i>En porcentaje</i>	<i>31,0%</i>	<i>34,9%</i>	<i>33,7%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>100,0%</i>
Compromisos							
Facilidades sin garantías no dispuestas	–	–	–	189,4	–	–	189,4
Facilidades garantizadas no dispuestas	–	710,0	721,8	419,7	246,8	–	2 098,3
Compromisos totales	–	710,0	721,8	609,1	246,8	–	2 287,7
Exposición total	67 350,3	76 674,7	74 091,8	1 325,4	345,2	5,4	219 792,8

C. 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 exige garantías a sus contrapartes a través de acuerdos de recompra a la inversa, contratos financieros derivados y facilidades permanentes, con la que reduce el riesgo de impago de la contraparte de conformidad con las respectivas políticas y procedimientos. Durante la duración del acuerdo, el Banco vigila el valor razonable de estos títulos de garantía y puede solicitar más garantía o tener que devolver garantías en función de la evolución de su valor de mercado.

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.

El cuadro siguiente muestra las garantías recibidas por el Banco, excluidas las transacciones pendientes de liquidación (en las que no se han intercambiado garantías ni efectivo).

A 31 de marzo	2012		2011	
	Valor razonable de los contratos relevantes	Valor de las garantías	Valor razonable de los contratos relevantes	Valor de las garantías
<i>En millones de DEG</i>				
Garantías recibidas en concepto de:				
Títulos adquiridos con pacto de reventa	36 567,3	36 960,2	45 703,9	45 858,7
Anticipos	3 811,0	4 340,4	63,1	67,5
Derivados	2 754,7	2 938,2	1 639,8	1 743,5
Total de garantías recibidas	43 133,0	44 238,8	47 406,8	47 669,7

El Banco está autorizado a vender o pignorar estas garantías recibidas, pero debe entregar instrumentos financieros equivalentes al vencimiento del contrato. El Banco acepta títulos soberanos y efectivo como garantía derivados. Las garantías admisibles en repos a la inversa comprenden deuda soberana y supranacional, así como títulos de agencias estatales. Las garantías admisibles para préstamos y anticipos incluyen depósitos en monedas con el Banco y unidades de inversión en las estructuras de fondo abierto (BISIP) y títulos de carteras gestionadas por el BPI.

A 31 de marzo de 2012, el volumen total no utilizado de estas facilidades del que podría disponerse sujeto a la provisión de garantías por la contraparte ascendía a 2 376,8 millones de DEG (2011: 2 098,3 millones de DEG).

El Banco no constituyó garantías en ninguno de sus contratos de instrumentos financieros a 31 de marzo de 2012 (2011: nulo).

D. Capital económico por 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%, excepto para el riesgo de liquidación (incluido en la utilización para el riesgo de crédito desde julio de 2011). El capital económico que se reserva para el riesgo de liquidación reflejado en los cálculos del capital económico del Banco se basa en la evaluación llevada a cabo por la Alta Dirección del Banco.

Para el ejercicio financiero <i>En millones de DEG</i>	2012				2011			
	Promedio	Elevada	Baja	A 31 de marzo	Promedio	Elevada	Baja	A 31 de marzo
Capital económico utilizado para riesgo de crédito	6 504,4	7 131,2	5 602,3	6 886,2	5 807,1	6 315,0	5 345,7	5 974,2

E. Requerimiento mínimo de capital para 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 por un tratamiento acorde al Método Avanzado basado en calificaciones internas.

Por regla general, con este tratamiento el Banco multiplica sus activos expuestos al riesgo de crédito por las ponderaciones de riesgo derivadas de la correspondiente función de Basilea II, utilizando como principales argumentos sus estimaciones propias. Estas últimas también se usan en el cálculo del capital económico del Banco.

La posición del Banco en caso de incumplimiento se conoce como exposición al riesgo de crédito (EAD). El Banco determina su EAD como el importe notional de todas sus exposiciones al riesgo de crédito tanto dentro como fuera de balance, excepto los derivados y algunas posiciones con colateral. La EAD de los derivados se calcula con un mecanismo que se inserta en el Método de Modelos Internos del Marco Basilea II. En virtud de esta metodología, el Banco calcula 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 los efectos mitigadores 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. Al calcular la EAD, se han tenido en cuenta los efectos mitigadores del riesgo que aportan las garantías obtenidas por contratos de derivados, acuerdos de recompra a la inversa y anticipos con colateral.

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 2012 incluye 421,4 millones de DEG para contratos sobre tasas de interés (31 de marzo de 2011: 463,0 millones de DEG) y 726,5 millones de DEG para contratos sobre divisas y oro (31 de marzo de 2011: 287,5 millones de DEG).

A 31 de marzo de 2012

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 millones de DEG/en porcentaje</i>	<i>En millones de DEG</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>En millones de DEG</i>
AAA	34 310,0	0,002	35,6	1,2	397,8
AA	88 287,5	0,02	37,6	3,9	3 415,5
A	26 344,3	0,07	49,5	15,8	4 158,9
BBB	3 530,3	0,15	42,8	30,1	1 064,2
BB e inferior	957,9	1,32	48,4	105,0	1 005,5
Total	153 430,0				10 041,9

A 31 de marzo de 2011

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 millones de DEG/en porcentaje</i>	<i>En millones de DEG</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>%</i>	<i>En millones de DEG</i>
AAA	63 927,4	0,004	37,8	1,9	1 197,8
AA	61 483,3	0,02	40,7	4,1	2 496,1
A	32 008,5	0,05	48,2	10,6	3 399,1
BBB	1 008,2	0,19	41,7	39,5	398,1
BB e inferior	63,9	1,00	42,3	73,7	47,2
Total	158 491,3				7 538,3

El cuadro siguiente resume el impacto de los acuerdos de colateral en la exposición al riesgo de crédito tras tener en cuenta la compensación.

Efectos de los acuerdos de colateral

<i>En millones de DEG</i>	Importe de la exposición teniendo en cuenta la compensación	Beneficios de los acuerdos de colateral	Importe de la exposición teniendo en cuenta la compensación y los acuerdos de colateral
A 31 de marzo de 2012	207 533,6	54 103,6	153 430,0
A 31 de marzo de 2011	212 964,8	54 473,5	158 491,3

F. Exposición a las titulaciones

El Banco invierte en titulaciones de elevada calificación basadas en estructuras tradicionales (es decir, no sintéticas). Debido al ámbito de actividad del Banco, la ponderación por riesgo de sus activos con arreglo al Marco Basilea II se realiza a partir del Método Estándar para titulaciones, por el que se utilizan las ponderaciones por riesgo de las calificaciones crediticias externas para determinar las ponderaciones por riesgo correspondientes a los activos en cuestión. Las agencias externas de calificación del crédito utilizadas con este fin 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 siguiente resume las inversiones del Banco en titulaciones, desglosadas según el tipo de activo titulado.

A 31 de marzo de 2012

<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	62,8	20%	12,6
Títulos respaldados por hipotecas para vivienda (RMBS)	A	39,7	50%	19,9
Títulos respaldados por cuentas por cobrar de tarjetas de crédito	AAA	78,8	20%	15,8
Títulos respaldados por otras cuentas por cobrar (con respaldo del Gobierno)	AAA	765,5	20%	153,1
Total		946,8		201,4

A 31 de marzo de 2011

<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	161,1	20%	32,2
Títulos respaldados por cuentas por cobrar de tarjetas de crédito	AAA	376,3	20%	75,3
Títulos respaldados por otras cuentas por cobrar (con respaldo del Gobierno)	AAA	795,8	20%	159,2
Total		1 333,2		266,7

4. Riesgo de mercado

El Banco se expone a este riesgo a través de las oscilaciones adversas 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 mediante una metodología VaR con técnicas 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 operacional.

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 tendrían oscilaciones adversas 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 116 toneladas (2011: 119 toneladas), los cuales se mantienen en custodia o en consignación con bancos comerciales. A 31 de marzo de 2012, los activos de inversión en oro netos del Banco ascendían a 4 018,2 millones de DEG (2011: 3 451,2 millones de DEG), lo que supone aproximadamente el 22% de su patrimonio (2011: 21%). 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 tendrían oscilaciones adversas 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 2012

En millones de DEG	Hasta 6 meses	6-12 meses	1-2 años	2-3 años	3-4 años	4-5 años	Más de 5 años
Euro	(1,2)	(13,6)	(14,0)	(25,6)	(32,4)	(16,7)	(40,0)
Yen japonés	1,1	(2,7)	(4,2)	(16,3)	(7,3)	(4,0)	(7,2)
Libra esterlina	1,4	(3,7)	(6,0)	(15,2)	(18,0)	(7,6)	0,1
Franco suizo	6,1	(0,2)	(0,4)	(0,6)	(3,2)	(4,6)	8,6
Dólar de EEUU	17,3	(36,2)	(26,9)	(31,2)	(47,8)	(37,9)	(12,4)
Otras	(1,3)	0,4	-	(0,9)	0,4	-	0,1
Total	23,4	(56,0)	(51,5)	(89,8)	(108,3)	(70,8)	(50,8)

A 31 de marzo de 2011

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 6 meses	6-12 meses	1-2 años	2-3 años	3-4 años	4-5 años	Más de 5 años
Euro	2,6	(8,6)	(16,9)	(11,0)	(27,4)	(32,1)	(29,3)
Yen japonés	0,9	(3,3)	(6,1)	(5,2)	(13,7)	(2,8)	(3,2)
Libra esterlina	1,8	(2,9)	(3,5)	(12,8)	(9,5)	(9,1)	(19,9)
Franco suizo	(1,2)	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,8)	(5,7)	7,5
Dólar de EEUU	19,4	(15,9)	(13,5)	(47,5)	(39,4)	(26,7)	(7,3)
Otras	(0,7)	(5,6)	0,2	(0,6)	0,4	0,3	-
Total	22,8	(36,6)	(40,2)	(77,7)	(90,4)	(76,1)	(52,2)

C. Riesgo de divisas

La moneda funcional del Banco es el DEG, una cesta de monedas compuesta por cantidades fijas de USD, EUR, JPY y GBP. El riesgo de divisas responde a la influencia que tendrían oscilaciones adversas 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 2012

<i>En millones de DEG</i>	DEG	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Otras	Total
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	-	6,4	171,6	4,7	0,1	3 883,7	-	11,3	4 077,8
Oro y préstamos de oro	-	9,7	-	-	-	-	35 903,0	(0,0)	35 912,7
Letras del Tesoro	-	1 960,6	12 504,4	322,6	36 439,9	1 108,8	-	1 156,0	53 492,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	-	2 768,8	27 383,6	10 805,8	5 252,6	-	-	-	46 210,8
Préstamos y anticipos	146,1	11 071,1	8 671,5	679,4	436,4	56,7	-	1 695,9	22 757,1
Deuda pública y otros títulos	-	37 283,1	30 273,3	5 329,0	2 421,1	-	-	2 571,2	77 877,7
Instrumentos financieros derivados	1 224,8	50 812,8	(8 337,0)	117,1	(28 957,4)	(1 093,0)	(6 939,9)	476,5	7 303,9
Cuentas por cobrar	-	7 662,4	0,7	-	-	9,7	-	172,7	7 845,5
Terrenos, edificios y equipamiento	189,6	-	-	-	-	3,4	-	-	193,0
Total del activo	1 560,5	111 574,9	70 668,1	17 258,6	15 592,7	3 969,3	28 963,1	6 083,6	255 670,8
Pasivo									
Depósitos en monedas	(7 840,2)	(136 634,5)	(27 870,9)	(13 147,3)	(2 798,4)	(514,0)	-	(6 973,2)	(195 778,5)
Depósitos en oro	-	(6,4)	-	-	-	-	(19 617,6)	-	(19 624,0)
Instrumentos financieros derivados	3 793,5	35 928,0	(25 098,0)	(1 185,9)	(10 347,6)	(3 445,0)	(5 324,2)	952,2	(4 727,0)
Cuentas por pagar	-	(3 387,4)	(11 585,7)	(925,7)	(783,5)	-	-	(63,2)	(16 745,5)
Otros pasivos	-	(70,9)	-	-	-	(345,3)	-	(0,3)	(416,5)
Total del pasivo	(4 046,7)	(104 171,2)	(64 554,6)	(15 258,9)	(13 929,5)	(4 304,3)	(24 941,8)	(6 084,5)	(237 291,5)
Posición neta en monedas y en oro	(2 486,2)	7 403,7	6 113,5	1 999,7	1 663,2	(335,0)	4 021,3	(0,9)	18 379,3
Ajuste por activos de inversión en oro	-	-	-	-	-	-	(4 021,3)	-	(4 021,3)
Posición neta en monedas	(2 486,2)	7 403,7	6 113,5	1 999,7	1 663,2	(335,0)	-	(0,9)	14 358,0
Posición neutra al DEG	2 486,2	(7 019,0)	(6 378,0)	(1 895,0)	(1 552,2)	-	-	-	(14 358,0)
Posición neta en monedas en base neutra al DEG	-	384,7	(264,5)	104,7	111,0	(335,0)	-	(0,9)	-

A 31 de marzo de 2011

<i>En millones de DEG</i>	DEG	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Oro	Otras	Total
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	-	12,6	151,3	8,0	-	151,3	-	6,6	329,8
Oro y préstamos de oro	-	9,0	-	-	-	-	36 628,2	-	36 637,2
Letras del Tesoro	-	2 304,0	29 737,0	397,2	36 796,9	5 337,0	-	2 360,0	76 932,1
Títulos adquiridos con pacto de reventa	-	394,8	37 559,5	7 799,6	5 710,0	-	-	0,1	51 464,0
Préstamos y anticipos	171,7	8 460,0	10 937,4	1 368,1	1 062,4	544,4	-	1 626,4	24 170,4
Deuda pública y otros títulos	-	29 061,1	21 378,5	3 769,8	1 209,5	35,3	-	1 533,7	56 987,9
Instrumentos financieros derivados	(36,5)	23 335,2	8 337,9	(408,9)	(26 700,9)	327,2	(247,0)	1 183,3	5 790,3
Cuentas por cobrar	0,1	6 969,2	684,9	426,6	-	8,0	-	527,5	8 616,3
Terrenos, edificios y equipamiento	189,7	-	-	-	-	1,1	-	-	190,8
Total del activo	325,0	70 545,9	108 786,5	13 360,4	18 077,9	6 404,3	36 381,2	7 237,6	261 118,8
Pasivo									
Depósitos en monedas	(7 691,5)	(140 478,2)	(38 882,7)	(10 083,1)	(4 667,5)	(680,8)	-	(4 601,8)	(207 085,6)
Depósitos en oro	-	(5,6)	-	-	-	-	(21 264,3)	-	(21 269,9)
Instrumentos financieros derivados	4 221,7	79 073,2	(59 048,3)	126,6	(11 840,3)	(5 452,7)	(11 666,5)	(2 373,2)	(6 959,5)
Cuentas por pagar	-	(1 964,2)	(4 761,1)	(1 491,8)	-	(275,6)	-	(265,4)	(8 758,1)
Otros pasivos	-	(66,6)	(2,8)	-	-	(305,3)	-	(0,7)	(375,4)
Total del pasivo	(3 469,8)	(63 441,4)	(102 694,9)	(11 448,3)	(16 507,8)	(6 714,4)	(32 930,8)	(7 241,1)	(244 448,5)
Posición neta en monedas y en oro	(3 144,8)	7 104,5	6 091,6	1 912,1	1 570,1	(310,1)	3 450,4	(3,5)	16 670,3
Ajuste por activos de inversión en oro	-	-	-	-	-	-	(3 450,4)	-	(3 450,4)
Posición neta en monedas	(3 144,8)	7 104,5	6 091,6	1 912,1	1 570,1	(310,1)	-	(3,5)	13 219,9
Posición neutra al DEG	3 144,8	(6 818,8)	(6 196,9)	(1 840,6)	(1 508,4)	-	-	-	(13 219,9)
Posición neta en monedas en base neutra al DEG	-	285,7	(105,3)	71,5	61,7	(310,1)	-	(3,5)	-

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 las variaciones del valor del oro en USD. El componente del riesgo de divisas procedente de las variaciones 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.

Para el ejercicio financiero	2012				2011			
	Promedio	Elevada	Baja	A 31 de marzo	Promedio	Elevada	Baja	A 31 de marzo
<i>En millones de DEG</i>								
Capital económico utilizado para riesgo de mercado	3 232,7	3 716,0	2 734,0	3 287,9	2 884,2	3 069,2	2 684,0	2 836,5

El cuadro siguiente desglosa la exposición del Banco al riesgo de mercado por tipos de riesgo.

Para el ejercicio financiero	2012				2011			
	Promedio	Elevada	Baja	A 31 de marzo	Promedio	Elevada	Baja	A 31 de marzo
<i>En millones de DEG</i>								
Riesgo del precio del oro	2 345,6	2 741,6	1 835,5	2 501,3	1 956,7	2 121,0	1 830,6	1 909,8
Riesgo de tasas de interés	1 565,2	1 660,6	1 463,6	1 560,4	1 617,7	1 760,7	1 456,1	1 542,2
Riesgo de divisas	923,0	1 095,7	788,9	894,2	797,0	874,6	666,3	814,6
Efectos de diversificación	(1 601,1)	(1 809,2)	(1 403,8)	(1 668,0)	(1 487,1)	(1 711,4)	(1 352,4)	(1 430,1)

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 inferior resume la evolución del riesgo de mercado pertinente para el cálculo de los requerimientos mínimos de capital y los activos ponderados por su nivel de riesgo durante el periodo analizado.

A 31 de marzo	2012			2011		
	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)
<i>En millones de DEG</i>						
Riesgo de mercado, donde (A) se obtiene como (B) / 8%	426,8	16 005,8	1 280,5	288,2	10 806,2	864,5

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 hábiles de preaviso. El Banco ha desarrollado un marco para la gestión de la liquidez basado en un modelo estadístico que utiliza supuestos conservadores para las entradas de efectivo y la liquidez de su pasivo. De conformidad con este marco, el Consejo de Administración ha fijado un límite para el coeficiente de liquidez del Banco por el que sus activos líquidos deben poder cubrir como mínimo el 100% de las demandas de liquidez a las que tuviera que hacer frente. Además, se realizan pruebas de tensión sobre la liquidez que contemplan supuestos en los que el Banco tendría que hacer frente a retiradas de fondos desorbitadas y que definen necesidades adicionales de liquidez a las que el Banco tendría que 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 91% del total de su pasivo (2011: 93%). A 31 de marzo de 2012, los depósitos en monedas y en oro procedían de 172 entidades (2011: 171). Dentro de estos depósitos, se constata un grado significativo de concentración por clientes, con cinco de ellos acaparando más del 5% del total en base a la fecha de liquidación (2011: cuatro clientes).

Los cuadros siguientes muestran el perfil de vencimiento de los flujos de efectivo para el activo y el pasivo. Las cantidades corresponden a flujos de efectivo no descontados respecto a los que el Banco mantiene un compromiso.

A 31 de marzo de 2012

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 1 mes	1-3 meses	3-6 meses	6-12 meses	1-2 años	2-5 años	5-10 años	Más de 10 años	Total
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	4 077,8	-	-	-	-	-	-	-	4 077,8
Oro y préstamos de oro	35 353,6	137,9	139,5	-	-	284,4	-	-	35 915,4
Letras del Tesoro	10 035,9	30 652,9	8 256,7	3 576,1	-	-	-	-	52 521,6
Títulos adquiridos con pacto de reventa	27 593,1	4 686,9	-	-	-	-	-	-	32 280,0
Préstamos y anticipos	12 204,2	8 127,7	1 142,4	-	-	-	-	-	21 474,3
Deuda pública y otros títulos	3 475,1	8 892,3	9 786,2	20 647,0	10 137,1	22 703,1	3 470,0	983,5	80 094,3
Total del activo	92 739,7	52 497,7	19 324,8	24 223,1	10 137,1	22 987,5	3 470,0	983,5	226 363,4
Pasivo									
Depósitos en monedas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso									
	(3 531,3)	(24 460,6)	(17 340,6)	(15 139,2)	(14 964,6)	(23 677,2)	(202,9)	-	(99 316,4)
Otros depósitos en monedas	(56 016,8)	(21 657,6)	(9 272,2)	(2 984,0)	-	-	-	-	(89 930,6)
Depósitos en oro	(19 204,8)	-	(138,5)	-	-	(282,9)	-	-	(19 626,2)
Títulos vendidos en corto	61,2	8,0	(0,8)	(1,6)	(3,1)	(9,3)	(15,5)	(124,3)	(85,4)
Total del pasivo	(78 691,7)	(46 110,2)	(26 752,1)	(18 124,8)	(14 967,7)	(23 969,4)	(218,4)	(124,3)	(208 958,6)
Derivados									
<i>Liquidación neta</i>									
Contratos sobre tasas de interés									
	20,1	179,9	313,3	333,4	391,9	240,9	(31,8)	-	1 447,7
<i>Liquidación bruta</i>									
Contratos sobre tipos de cambio y precio del oro									
Entradas	41 207,3	52 261,0	19 830,5	10 073,7	-	-	-	-	123 372,5
Salidas	(40 756,6)	(51 444,4)	(19 642,6)	(10 008,9)	-	-	-	-	(121 852,5)
Subtotal	450,7	816,6	187,9	64,8	-	-	-	-	1 520,0
Contratos sobre tasas de interés									
Entradas	1,1	13,5	2,0	270,7	245,7	788,6	-	-	1 321,6
Salidas	(0,3)	(23,4)	(8,5)	(361,3)	(310,3)	(896,0)	-	-	(1 599,8)
Subtotal	0,8	(9,9)	(6,5)	(90,6)	(64,6)	(107,4)	-	-	(278,2)
Total de derivados	471,6	986,6	494,7	307,6	327,3	133,5	(31,8)	-	2 689,5
Total de flujos de efectivo futuros no descontados	14 519,6	7 374,1	(6 932,6)	6 405,9	(4 503,2)	(848,4)	3 219,8	859,2	20 094,3

A 31 de marzo de 2011

<i>En millones de DEG</i>	Hasta 1 mes	1-3 meses	3-6 meses	6-12 meses	1-2 años	2-5 años	5-10 años	Más de 10 años	Total
Activo									
Efectivo y cuentas a la vista en otros bancos	329,8	-	-	-	-	-	-	-	329,8
Oro y préstamos de oro	35 402,2	0,2	116,9	235,6	675,2	241,4	-	-	36 671,5
Letras del Tesoro	20 560,7	34 860,3	9 809,3	11 493,0	-	-	-	-	76 723,3
Títulos adquiridos con pacto de reventa	37 247,3	6 508,0	1 922,6	-	-	-	-	-	45 677,9
Préstamos y anticipos	10 979,7	11 508,3	1 159,4	-	-	-	-	-	23 647,4
Deuda pública y otros títulos	2 714,6	3 182,7	4 433,6	11 945,4	12 101,3	20 634,4	5 019,1	608,1	60 639,2
Total del activo	107 234,3	56 059,5	17 441,8	23 674,0	12 776,5	20 875,8	5 019,1	608,1	243 689,1
Pasivo									
Depósitos en monedas									
Instrumentos de depósito amortizables con 1 o 2 días de preaviso									
	(7 108,9)	(15 075,9)	(17 684,3)	(16 343,5)	(18 205,4)	(21 450,7)	(2 331,1)	-	(98 199,8)
Otros depósitos en monedas									
	(63 470,8)	(21 510,5)	(12 675,9)	(7 303,5)	(3,2)	-	-	-	(104 963,9)
Depósitos en oro									
	(20 714,5)	-	-	(82,4)	(236,3)	(239,9)	-	-	(21 273,1)
Títulos vendidos en corto									
	(0,4)	(0,7)	(1,1)	(2,1)	(4,2)	(12,7)	(21,4)	(71,3)	(113,9)
Total del pasivo	(91 294,6)	(36 587,1)	(30 361,3)	(23 731,5)	(18 449,1)	(21 703,3)	(2 352,5)	(71,3)	(224 550,7)
Derivados									
<i>Liquidación neta</i>									
Contratos sobre tasas de interés									
	99,2	243,4	410,3	447,1	634,0	318,3	4,5	-	2 156,8
<i>Liquidación bruta</i>									
Contratos sobre tipos de cambio y precio del oro									
Entradas									
	42 049,4	52 875,9	21 374,8	11 771,3	-	-	-	-	128 071,4
Salidas									
	(42 703,7)	(54 108,8)	(21 993,1)	(12 287,9)	-	-	-	-	(131 093,5)
Subtotal	(654,3)	(1 232,9)	(618,3)	(516,6)	-	-	-	-	(3 022,1)
Contratos sobre tasas de interés									
Entradas									
	0,8	50,4	1,4	39,1	289,4	1 023,5	25,1	-	1 429,7
Salidas									
	-	(54,5)	(9,9)	(76,8)	(400,7)	(1 215,6)	(34,7)	-	(1 792,2)
Subtotal	0,8	(4,1)	(8,5)	(37,7)	(111,3)	(192,1)	(9,6)	-	(362,5)
Total de derivados	(554,3)	(993,6)	(216,5)	(107,2)	522,7	126,2	(5,1)	-	(1 227,8)
Total de flujos de efectivo futuros no descontados	15 385,4	18 478,8	(13 136,0)	(164,7)	(5 149,9)	(701,3)	2 661,5	536,8	17 910,6

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	1-3 meses	3-6 meses	6-12 meses	1-2 años	2-5 años	5-10 años	Más de 10 años	Total
A 31 de marzo de 2012	(0,2)	-	-	-	(0,2)	(2,8)	-	-	(3,2)
A 31 de marzo de 2011	(38,6)	(0,1)	-	(5,1)	-	(5,0)	-	-	(48,8)

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	1-3 meses	3-6 meses	6-12 meses	1-2 años	2-5 años	5-10 años	Vencimiento indefinido	Total
A 31 de marzo de 2012	-	-	-	193,8	-	-	-	2 376,8	2 570,6
A 31 de marzo de 2011	-	-	-	368,4	-	-	-	1 919,2	2 287,7

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.
- Acontecimientos externos: acontecimientos que repercutan de manera adversa en el Banco pero que escapen 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, 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 con técnicas 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 las variaciones en el entorno de actividad y de control del Banco. Al cuantificar su riesgo operacional, el Banco no tiene en cuenta ninguna protección 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 periodo de mantenimiento de un año. En el cuadro inferior se muestra la exposición del Banco al riesgo operacional en términos de capital utilizado a lo largo de los dos últimos ejercicios financieros.

Para el ejercicio financiero	2012				2011			
En millones de DEG	Promedio	Elevada	Baja	A 31 de marzo	Promedio	Elevada	Baja	A 31 de marzo
Capital económico utilizado para riesgo operacional	700,0	700,0	700,0	700,0	643,8	700,0	475,0	700,0

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. El cuadro siguiente muestra los requerimientos mínimos de capital para el riesgo operacional y los correspondientes activos ponderados por riesgo.

A 31 de marzo	2012			2011		
En millones de DEG	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)	VaR	Activos ponderados por riesgo (A)	Requerimiento mínimo de capital (B)
Riesgo operacional: donde (A) se obtiene como (B) / 8%	341,6	4 270,3	341,6	300,8	3 760,4	300,8

Informe de los auditores independientes

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, que comprenden el Balance de situación a 31 de marzo de 2012, la Cuenta de pérdidas y ganancias, el Estado de flujos de efectivo para el ejercicio cerrado a dicha fecha y un resumen de criterios contables e información explicativa.

Responsabilidad de la Dirección

La Dirección es responsable de la preparación y justa presentación de los presentes estados financieros, de conformidad con los Estatutos y los principios de valoración descritos en las notas que recogen los criterios contables utilizados, y de los pertinentes controles internos a fin de hacer posible la elaboración de estados financieros sin errores materiales, ya sean fraudulentos o no.

Responsabilidad de los auditores

Nuestra responsabilidad es emitir una opinión acerca de estos estados financieros sobre la base de nuestra auditoría. Nuestra auditoría se ha realizado conforme a las Normas Internacionales sobre Auditoría, que nos exigen cumplir requisitos éticos y planificar y ejecutar la auditoría de un modo que asegure razonablemente que los estados financieros no contienen ningún error material. Una auditoría conlleva procedimientos para obtener evidencias justificativas de las cantidades e informaciones contenidas en los estados financieros. Los procedimientos elegidos dependen de la opinión del auditor, incluyendo la estimación del riesgo de errores materiales, 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 a la elaboración y la presentación fidedignas de los estados financieros con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados a las circunstancias, pero no con el propósito de expresar su opinión sobre la eficacia de dichos controles. Una auditoría también implica evaluar la adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la Dirección, así como la presentación de los estados financieros en general.

Consideramos que las evidencias de auditoría presentadas son suficientes y apropiadas para fundamentar nuestra opinión experta.

Opinión

En nuestra opinión, los estados financieros han sido debidamente redactados y reflejan una imagen fidedigna de la situación financiera del Banco de Pagos Internacionales a 31 de marzo de 2012, así como de sus resultados financieros y de sus flujos de caja para el 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

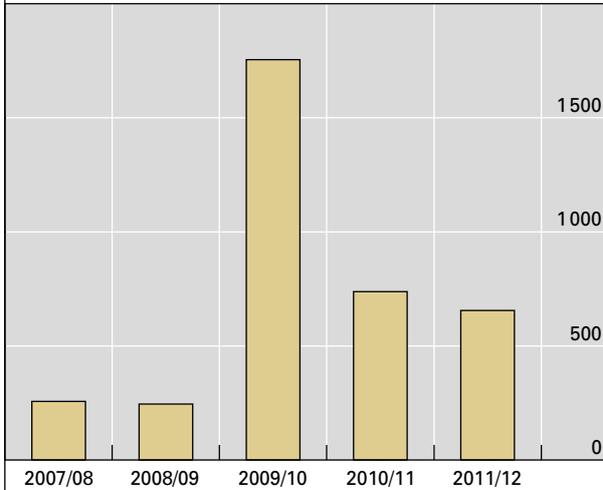
Erich Schärli

Zúrich, 7 de mayo 2012

Resumen gráfico de los últimos cinco años

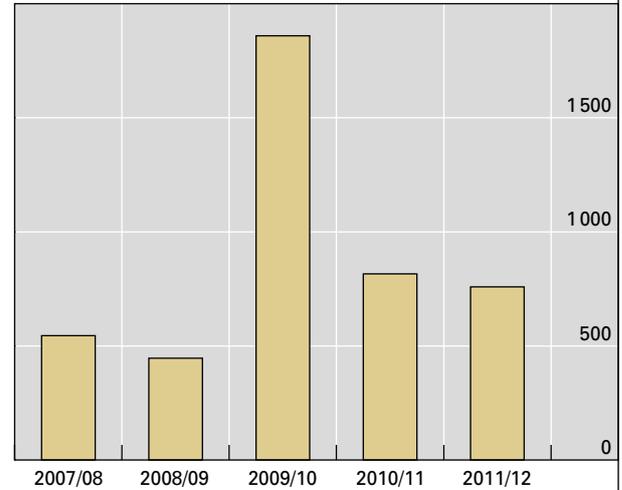
Beneficio de operación

En millones de DEG



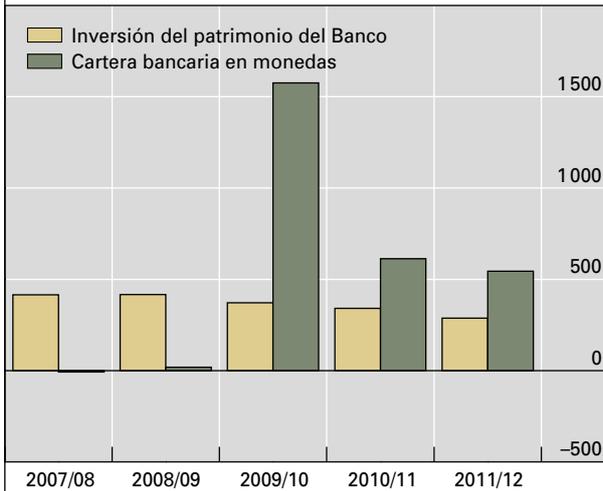
Beneficio neto

En millones de DEG



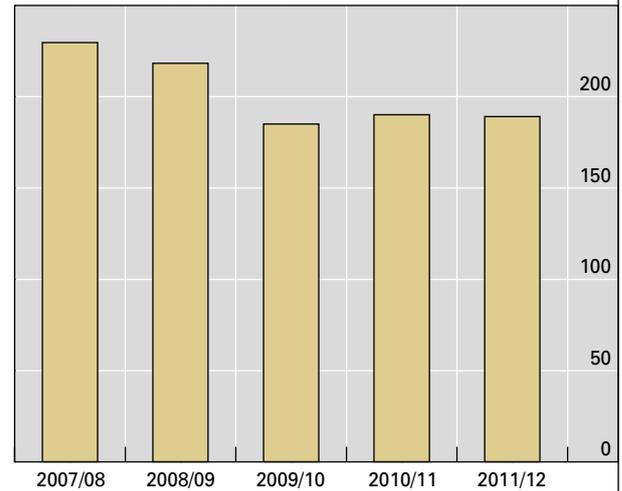
Intereses netos percibidos por inversiones en monedas

En millones de DEG



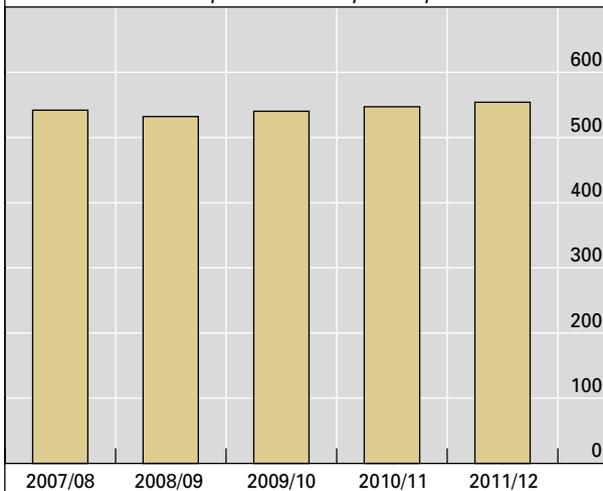
Promedio de depósitos en monedas (en base a la fecha de liquidación)

En miles de millones de DEG



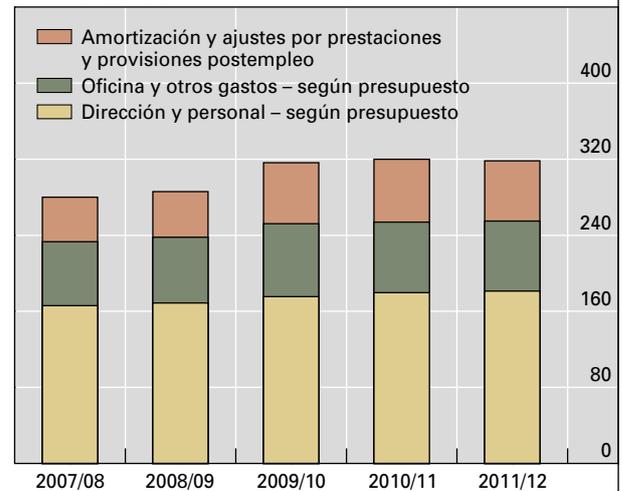
Promedio de empleados

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.

