

Índice

Carta de presentación	1
I. Introducción: recomponer el rompecabezas	3
Consideraciones sobre la oferta y la demanda de la economía	5
Condiciones monetarias y financieras	8
Tipos de cambio, desequilibrios mundiales y gestión de reservas	11
II. La economía mundial	13
Aspectos más destacados	13
Examen de la economía mundial	14
<i>Situación general</i>	14
<i>Marcado cambio en la actividad económica mundial</i>	16
<i>¿Se ha desacoplado el resto del mundo del crecimiento estadounidense?</i>	18
<i>Mejora de los resultados fiscales estructurales</i>	20
<i>Las posiciones por cuenta corriente se estabilizaron, pero persistieron los desequilibrios subyacentes</i>	21
Consumo de los hogares en los países industriales avanzados	23
<i>Cambios en la riqueza y el endeudamiento de los hogares</i>	24
<i>Profundización financiera y consumo de los hogares</i>	26
<i>¿Cuál es la capacidad financiera de los hogares?</i>	28
<i>El papel de los pasivos fiscales ocultos</i>	29
<i>Perspectivas de cambio en el consumo y en el ahorro de los hogares</i> ...	31
Evolución de la inflación	32
<i>La inflación general se redujo conforme cedía la presión de los precios de la energía</i>	32
<i>Persiste la incertidumbre sobre las presiones inflacionistas subyacentes</i> ..	34
<i>El papel de las expectativas de inflación</i>	37
Perspectivas: ¿oportuna moderación del crecimiento y la inflación?	38
III. Las economías de mercado emergentes	40
Aspectos más destacados	40
Evolución económica	41
<i>Panorama y retos para las políticas</i>	42
<i>Política monetaria</i>	46
Ajuste fiscal a medio plazo y gestión de deuda	50
<i>Estabilización y reducción de la deuda</i>	50
<i>Gestión de la deuda</i>	52
Flujos de divisas y precios de los activos	53
<i>Hechos estilizados</i>	54
<i>Implicaciones para los mercados de activos</i>	57
El comercio internacional de China: hechos estilizados e implicaciones	61
<i>Cambios en los patrones del comercio</i>	61
<i>Implicaciones a medio plazo: ¿cómo afecta China a las oportunidades comerciales?</i>	64
<i>Las economías emergentes asiáticas (excluida China) frente a las perturbaciones: grado de exposición y de solidez</i>	66
<i>Implicaciones para las políticas de tipo de cambio</i>	67

IV. La política monetaria en los países industriales avanzados	69
Aspectos más destacados	69
Análisis de la evolución	70
<i>Estados Unidos</i>	70
<i>Zona del euro</i>	72
<i>Japón</i>	75
<i>Países con objetivos de inflación explícitos</i>	78
Los agregados monetarios y crediticios en la instrumentación de la política monetaria	82
<i>El papel cambiante del dinero y del crédito hasta los años 80</i>	83
<i>La pérdida de importancia de los agregados monetarios desde los años 80</i>	85
<i>Preeminencia de los objetivos de inflación</i>	87
<i>Posible resurgir de los agregados cuantitativos</i>	87
<i>El crédito sale del ostracismo</i>	89
<i>Incorporación de la evolución monetaria y crediticia a las políticas</i>	91
V. Los mercados de divisas	92
Aspectos más destacados	92
Evolución de los mercados de divisas	93
<i>Tipos de cambio actuales desde una perspectiva de largo plazo</i>	95
<i>Condiciones en los mercados de divisas</i>	95
Determinantes de la evolución de los tipos de cambio	96
<i>Los diferenciales de tasas de interés y las operaciones de carry trade</i>	97
<i>Política cambiaria</i>	102
<i>Desequilibrios mundiales</i>	104
<i>Precios de las materias primas</i>	105
Acumulación y gestión de reservas	106
<i>Principales tendencias en la gestión de reservas de divisas</i>	106
<i>Principales factores tras estas tendencias</i>	108
<i>Retos</i>	109
VI. Los mercados financieros	113
Aspectos más destacados	113
Perspectivas de crecimiento divergentes hicieron tambalearse los rendimientos	114
<i>Aplanamiento de la curva de rendimientos en Japón y en la zona del euro</i>	115
<i>Perspectivas de crecimiento divergentes y moderación de las expectativas de inflación</i>	116
<i>Las menores primas por plazo contribuyeron a la caída de los rendimientos de la deuda</i>	117
<i>Continua caída de las volatilidades implícitas en las tasas de interés</i>	119
Solidez de los mercados bursátiles pese a episodios de volatilidad	120
<i>La fortaleza de los beneficios estimuló los mercados</i>	121
<i>Las fusiones y adquisiciones estimularon el mercado</i>	123
<i>Valoraciones</i>	124
Diferenciales de rendimiento próximos a mínimos históricos	125
<i>La deuda de alta rentabilidad destacó sobre el resto</i>	125
<i>Mayor preferencia de los inversionistas por el riesgo</i>	128
<i>Emisión récord de productos de crédito estructurado</i>	129
<i>¿Una inflexión del ciclo crediticio?</i>	130
Fuerte demanda de activos de mercados emergentes	133
<i>¿Se van tornando convencionales los activos de mercados emergentes?</i>	135

VII. El sector financiero en los países industriales avanzados	138
Aspectos más destacados	138
Resultados de las entidades financieras	138
<i>Banca comercial</i>	139
<i>Banca de inversión</i>	141
<i>Hedge funds</i>	142
<i>Sector asegurador</i>	144
Vulnerabilidades	145
<i>Exposición a los mercados inmobiliarios</i>	145
<i>Sector inmobiliario residencial</i>	146
<i>Sector inmobiliario de uso comercial</i>	147
<i>Financiación apalancada</i>	148
<i>El ciclo crediticio</i>	151
La internacionalización de la banca	153
<i>Tendencias y patrones</i>	153
<i>Desafíos de política</i>	157
<i>Perspectiva microeconómica</i>	158
<i>Perspectiva macroeconómica</i>	159
 VIII. Conclusión: ¿vale más prevenir que curar?	 161
Cuestiones que preocupan a las autoridades económicas	162
Retos para la formulación de una política de respuesta	168
¿Hacia dónde deberían orientarse ahora las políticas?	173
 Organización, buen gobierno y actividades	 179
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco	212
Bancos centrales miembros del BPI	215
Estados financieros	217
Informe de los auditores	259
Resumen gráfico de los últimos cinco años	260

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 30 de mayo y el 7 de junio de 2007.



77° Informe Anual 2006/07: Presentación general

Capítulo I. Introducción: recomponer el rompecabezas

La favorable evolución de la economía mundial observada en los últimos años se mantuvo en el periodo analizado. El crecimiento mundial fue vigoroso e incluso se detectaron señales de una demanda mejor equilibrada. La economía estadounidense se desaceleró levemente, en buena medida por el debilitamiento del sector de la vivienda, mientras la demanda interna repuntaba en Europa, Japón y varias economías de mercado emergentes. Aunque en numerosos países el producto pareció rondar el potencial y los precios de las materias primas registraron alzas adicionales, las presiones inflacionistas permanecieron en general contenidas. En este entorno, se produjo un endurecimiento moderado de la política monetaria en muchos países, aunque las condiciones monetarias y financieras continuaron en conjunto muy acomodaticias. Esto se explica en parte por que las tasas de interés oficiales en términos reales se mantuvieron bastante reducidas, con los consiguientes efectos sobre las tasas de interés a largo plazo, pero también por la mayor predisposición a conceder crédito a prestatarios de alto riesgo en condiciones menos onerosas que en el pasado. Aunque el ciclo crediticio haya tocado techo en el mercado hipotecario estadounidense de baja calidad crediticia, la expansión del crédito se sostiene en muchas otras áreas. Por tanto, los precios mundiales de los activos continuaron al alza o bien permanecieron en niveles inusualmente altos. Además, siguió disponiéndose de fondos para financiar tanto el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos como las salidas de capital privado desde ese país en términos que parecían incorporar expectativas de una depreciación tan sólo moderada del dólar.

Capítulo II. La economía mundial

La fortaleza de la economía mundial sorprendió nuevamente en 2006, con el inesperado aguante del consumo en Estados Unidos (pese al notable debilitamiento del mercado de la vivienda), la expansión generalizada en otros países industriales avanzados y la continuidad del rápido crecimiento en las economías de mercado emergentes. La inflación permaneció contenida, con un retroceso del índice general en el segundo semestre. No obstante, persistieron las presiones inflacionistas subyacentes, reflejo de tasas altas o crecientes de utilización de los factores productivos en las principales economías.

La previsión de consenso para 2007 apunta a la continuidad de la expansión económica generalizada —aunque a un ritmo algo inferior al de 2006—, a la relajación de las presiones inflacionistas y a la reducción gradual de los desequilibrios por cuenta corriente. Este escenario se sustenta en la creciente evidencia de una recuperación de corte clásico en la zona del euro y Japón, con un aumento de las exportaciones que fomenta niveles de inversión cada vez mayores y, por ende, de empleo y consumo. Otra señal alentadora es el vigor de la demanda interna en las principales economías de mercado emergentes.

No obstante, este escenario base sigue sujeto a importantes riesgos a corto plazo. Los efectos de la desaceleración del mercado de la vivienda estadounidense podrían no haberse puesto aún plenamente de manifiesto. Es cierto que Europa y Asia parecen depender menos que hace algunos años del crecimiento de Estados Unidos, pero aun así existen incógnitas sobre la fortaleza del consumo en estas regiones y en los países industriales avanzados en general. Al mismo tiempo, aún no se sabe si las presiones inflacionistas se han contenido; en particular, todavía se aprecian presiones subyacentes en las principales economías y no está claro si la moderación prevista del crecimiento conseguirá reducir de forma significativa las presiones que soportan los factores. Las condiciones de financiación, que han seguido alentando el crecimiento, también podrían tornarse más restrictivas a la larga, en especial si se percibiese un aumento de los riesgos inflacionistas.



Capítulo III. Economías de mercado emergentes

Las economías de mercado emergentes siguieron registrando crecimiento fuerte, inflación moderada y superávits en cuenta corriente durante 2006 y el primer trimestre de 2007. Aun así, las presiones inflacionistas generaron preocupación en algunos países, en parte por el dinamismo de la demanda pero también por la incertidumbre sobre los precios de las materias primas. Pese al moderado endurecimiento de la política monetaria, el crédito ha seguido creciendo significativamente en varias economías de mercado emergentes. Al mismo tiempo, la consolidación fiscal y las mejoras en la gestión de la deuda han reforzado la solidez de estas economías para reaccionar ante las perturbaciones.

Los activos de las economías de mercado emergentes se han revalorizado sustancialmente. No es fácil calibrar la influencia de los inversionistas extranjeros en los mercados de activos locales, sobre todo porque los flujos de capital privado netos palidecen ante las entradas de divisas resultantes de los elevados superávits en cuenta corriente. No obstante, los inversionistas extranjeros han reforzado sus carteras de activos de estas economías en mayor medida de lo que refleja la posición neta de su cuenta financiera, pues pueden haber invertido en ellos a través de derivados financieros. Pese a la evidencia de que los precios de estos activos están evolucionando más en consonancia con los del resto del mundo, aún no está claro si la influencia extranjera ha añadido volatilidad a los mismos.

La irrupción de China en el comercio mundial, como importador de bienes intermedios y exportador de productos finales, tiene consecuencias universales, pero en particular para la región asiática. Los exportadores de materias primas se han beneficiado por lo general del incremento de la demanda procedente de China, mientras que las ganancias para sus vecinos y otros socios comerciales con mercados emergentes no están tan claras. Algunos países han perdido cuota de mercado frente a China en mercados terceros, aunque esto ha quedado compensado en mayor o menor medida por la ampliación de sus exportaciones de bienes intermedios y de equipo a China. Un incremento de la demanda relativamente baja de China de importaciones destinadas a satisfacer la demanda final interna proporcionaría nuevas oportunidades a sus socios comerciales y aumentaría su capacidad de crecimiento para contrarrestar una eventual desaceleración de la demanda de Estados Unidos. Por último, la emergencia de China tiene implicaciones desiguales para las políticas cambiarias de sus vecinos.

Capítulo IV. La política monetaria en los países industriales avanzados

La política monetaria se tornó menos acomodaticia en los países industriales avanzados durante el periodo analizado, aunque continuó fomentando la actividad. La Reserva Federal estadounidense volvió a subir su tasa de interés oficial a comienzos del periodo y, pese a la constante preocupación por el aumento de los riesgos inflacionistas, la mantuvo estable a continuación. El BCE redujo significativamente el grado de acomodación de su política ante la aceleración de la actividad, la disminución de la holgura de la capacidad productiva y el rápido crecimiento del dinero y del crédito. El Banco de Japón se sirvió de su nuevo marco de política monetaria de «doble perspectiva» para poner fin a la política de tasas de interés cero y decidir dos ligeros incrementos de la tasa oficial, aduciendo que la recuperación en curso había cobrado suficiente impulso, que los determinantes de la inflación subyacente se habían reforzado y que el mantenimiento de las tasas de interés en niveles cercanos a cero había elevado el riesgo de inversión insostenible a medio plazo. En las economías industriales avanzadas de menor tamaño con objetivos de inflación explícitos hubo un endurecimiento general de la política monetaria, al concurrir diversos factores externos e internos como el incierto panorama de la economía mundial, la menor holgura de la capacidad productiva, los altos precios de las materias primas, el robusto crecimiento de los agregados monetarios y crediticios y las fuertes entradas de capital.



Las señales de rápido crecimiento de los agregados monetarios y crediticios han suscitado considerable interés, pero existen divergencias de opinión entre los bancos centrales sobre sus implicaciones para la instrumentación de la política monetaria. Algunos de ellos asignan un papel destacado a los agregados, mientras que otros se muestran más escépticos al respecto. Hay mucho en juego en este debate. Otorgar demasiado peso a los agregados expone a los bancos centrales al riesgo de sobrereaccionar y confundir al público sobre sus estrategias y prioridades, mientras que relegarlos a un segundo plano entrañaría el riesgo de reaccionar mal y tarde ante la inflación o de encontrarse con el paso cambiado ante eventuales fases de expansión y contracción de la economía. Aunque los asuntos que afectan a este debate distan de estar resueltos, la valoración actual de la función adecuada de los agregados monetarios y crediticios en la gestión de la política monetaria está ayudando a identificar mejor los riesgos que han de afrontar los bancos centrales en esta materia.

Capítulo V. Los mercados de divisas

Las tendencias imperantes en los mercados de divisas en 2006 y los cuatro primeros meses de 2007 fueron la depreciación gradual del dólar estadounidense y más acusada en el caso del yen y la apreciación del euro en términos de cambio efectivo (ponderado por el comercio). Los mercados cambiarios se caracterizaron por elevados niveles de contratación y reducida volatilidad en términos históricos, aunque hubo dos episodios de mayor volatilidad: en mayo-junio de 2006 y finales de febrero-marzo de 2007.

Tres factores tuvieron especial incidencia en la evolución de los tipos de cambio durante el periodo examinado. En primer lugar, los diferenciales de las tasas de interés afectaron a varios pares de monedas, en parte mediante el continuo recurso a las operaciones de *carry trade*. Segundo, la acumulación de reservas oficiales de divisas limitó los efectos de la presión apreciatoria sobre las monedas de la región asiática y de varios países exportadores de petróleo. Por último, los desequilibrios mundiales influyeron en el grado de reacción de algunas divisas ante los episodios de volatilidad en los mercados financieros.

Algunas tendencias en la gestión de las reservas de divisas de los bancos centrales podrían tener repercusiones para los mercados financieros y plantear retos a los órganos decisorios de los bancos centrales. Dichas tendencias son: mayor interés por la rentabilidad, refuerzo interno del buen gobierno y de la gestión del riesgo, y mayor divulgación de información. A su vez, todas ellas se vieron respaldadas por varios acontecimientos clave en el entorno económico e institucional, como la gran acumulación de reservas por algunos países, los avances en tecnología financiera y en los mercados financieros, y los cambios en el ámbito externo de buen gobierno en el que operan los bancos centrales.

Capítulo VI. Los mercados financieros

Los precios de los activos de riesgo siguieron aumentando durante la mayor parte de 2006 y comienzos de 2007. Dos episodios de ventas generalizadas registrados en este periodo resultaron ser breves correcciones transitorias, más que desaceleraciones prolongadas. Algunos mercados bursátiles alcanzaron máximos históricos, mientras varios diferenciales de rendimiento se estrechaban hasta nuevos mínimos, y todo ello pese al deterioro de las perspectivas económicas en Estados Unidos y a los indicios de una posible inflexión del crecimiento mundial. En este entorno, los rendimientos de la deuda pública se estabilizaron en las economías industriales avanzadas hacia mediados de 2006, para remontar posteriormente. En Estados Unidos en concreto, la inquietud de los inversionistas por las perspectivas de crecimiento del país y las expectativas de relajación de la política monetaria presionaron a la baja los rendimientos de los bonos a largo plazo durante el segundo semestre. Las perspectivas económicas se mantuvieron más favorables en Japón,



ofreciendo cierto estímulo a los rendimientos de la deuda, mientras la progresiva mejora de las previsiones para la zona del euro terminó por alentar una subida de los rendimientos de los bonos de la región.

Un ingrediente importante del auge en los mercados desarrollados de acciones y deuda corporativa fue el intenso crecimiento de los beneficios empresariales. Al auge bursátil contribuyeron asimismo los cambios en la estructura de capital de las empresas, al relanzarse operaciones de recompra de acciones y acrecentarse sustancialmente las fusiones y adquisiciones. Del mismo modo, las ganancias en los mercados emergentes coincidieron con mejoras de las calificaciones crediticias y con condiciones macroeconómicas en general sólidas. No obstante, la creciente preferencia por el riesgo probablemente imprimió un impulso adicional al recorrido alcista en todos estos mercados.

Capítulo VII. El sector financiero en los países industriales avanzados

El sector financiero siguió cosechando en su conjunto buenos resultados en los países industriales avanzados. Las entidades bancarias disfrutaron un año más de un entorno crediticio en general favorable y de un sólido negocio minorista. La banca de inversión volvió a anotarse beneficios récord gracias a la mayor actividad en los mercados de capitales y al auge del capital inversión (*private equity*). La captación de recursos por los *hedge funds* se moderó comparado con años anteriores, en respuesta al descenso de sus rendimientos. Con todo, la integración de estos fondos en el sistema financiero internacional es cada vez mayor, habida cuenta de las exigencias de una gama cada vez más amplia de inversionistas y de la intensificación de las presiones para que mejoren sus políticas de divulgación o cumplan requisitos de regulación más estrictos. En cuanto al sector asegurador, las compañías del ramo de vida consolidaron sus balances, mientras el segmento de seguros de responsabilidad civil y accidentes siguió recuperándose sin grandes contratiempos de un ejercicio 2005 marcado por una elevada siniestralidad.

Los resultados ordinarios se suman a unos niveles de capitalización ya de por sí saludables, lo que indica que las entidades financieras están en condiciones de soportar fuentes de tensión previsibles a medio plazo, al tiempo que los sistemas financieros deberían poder encajar sin dificultad episodios de presión idiosincrásicos. Los bancos exhiben en general más solidez que en momentos similares de ciclos anteriores. Los principales factores de vulnerabilidad potencial son de naturaleza indirecta y están ligados al ciclo económico. Las consecuencias de la asunción de riesgos en el pasado, plasmada en la pujanza de las inversiones inmobiliarias y de la financiación apalancada, dependerán sobremanera de la evolución de las tasas de interés y de la coyuntura económica general.

La globalización financiera ha sido una importante tendencia estructural con repercusiones notables para la organización de las entidades bancarias, la naturaleza de sus estrategias de negocio y sus perfiles de riesgo. Las fusiones transfronterizas y la creciente exposición a los mercados extranjeros han originado una red de flujos internacionales de capital que ofrece oportunidades de beneficio y diversificación, pero también conllevan riesgos tanto para los resultados de cada entidad financiera como para la evolución de las economías nacionales. Por tanto, la internacionalización de la banca afecta también al diseño de estructuras de supervisión prudencial y a la calibración de las políticas aplicadas.

Capítulo VIII. Conclusión: ¿vale más prevenir que curar?

La previsión de consenso apunta a la continuidad de la excelente evolución de la economía mundial. Con todo, cabe identificar al menos cuatro ámbitos de preocupación, si bien nuestra capacidad para calcular su probabilidad y posible interdependencia no deja de ser limitada. En primer lugar, no puede descartarse un repunte de las presiones inflacionistas a escala mundial. Segundo, la actual desaceleración en Estados Unidos podría resultar más



sería de lo esperado, con mayores efectos sobre el resto del mundo. Tercero, los desequilibrios mundiales por cuenta corriente, junto con la magnitud y volatilidad de los flujos de capital, indican cierta vulnerabilidad a cambios bruscos en los tipos de cambio, con posibles implicaciones para los mercados financieros y los precios de los activos. Por último, al incorporar la mayoría de los mercados de activos el escenario más optimista en sus valoraciones, cualquier perturbación negativa podría tener consecuencias inesperadas.

Estas incertidumbres hacen difícil elaborar políticas macroeconómicas de carácter prospectivo. La dificultad es aún mayor si se atiende al debate actual sobre qué papel han de desempeñar los agregados monetarios y crediticios en la formulación de la política monetaria y hasta qué punto es deseable adoptar medidas preventivas para afrontar el carácter procíclico del sistema financiero. Dicho esto, con el trasfondo de inquietud por la evolución de la inflación mundial y las muestras de crecientes desequilibrios financieros en numerosas regiones, podrían necesitarse una supervisión y unas condiciones financieras más estrictas. Asimismo, una política fiscal más restrictiva podría tener consecuencias positivas en el corto y medio plazo. Evidentemente, los países con abultados déficits en cuenta corriente deberían estar a la vanguardia en esas medidas de endurecimiento. La probabilidad de reducir los desequilibrios mundiales por cuenta corriente de forma ordenada también podría aumentar con un régimen cambiario más flexible y con cambios estructurales. Los países con déficits por cuenta corriente deben centrarse en la producción de bienes y servicios comerciables y, aquéllos con superávits, en la de los no comerciables. En este sentido, ni la pasada fortaleza del sector de la vivienda en Estados Unidos ni la actual del sector exportador en Asia pueden considerarse enteramente deseables.

Organización, buen gobierno y actividades del Banco

El Banco de Pagos Internacionales (BPI) tiene por objeto promover la cooperación entre los bancos centrales y otras autoridades financieras, así como prestar servicios financieros a aquellos bancos centrales que son sus clientes. Al objeto de alcanzar dichos fines, el BPI trabajó durante el ejercicio examinado por:

- Adaptar su estructura al carácter mundial de su mandato. Con el fin de reforzar la cooperación entre bancos centrales, el Consejo de Administración del BPI nombró tres nuevos Consejeros: Guillermo Ortiz, Gobernador del Banco de México, Jean-Claude Trichet, Presidente del Banco Central Europeo, y Zhou Xiaochuan, Gobernador del Banco de la República Popular de China.
- Mejorar su comprensión de cuestiones de política que revisten importancia para los bancos centrales y los supervisores de la región Asia-Pacífico. En septiembre de 2006, tras una intensa ronda de consultas con los miembros del BPI en Asia y el Pacífico, se lanzó un programa trienal de investigación con el propósito de abordar asuntos monetarios y financieros de especial interés para la región asiática.
- Centrarse en promover el buen gobierno de los bancos centrales en su calidad de instituciones públicas. El pasado año, el BPI constituyó una unidad de Estudios sobre Banca Central y reforzó su apoyo al Foro para el *Central Bank Governance Forum*, compuesto por el *Central Bank Governance Group* y la *Central Bank Governance Network*. Estas iniciativas reflejan el creciente interés de los bancos centrales por asuntos de organización, buen gobierno y dirección estratégica.

En cuanto a los estados financieros del BPI, en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2007 el balance de situación registraba 270.900 millones de DEG (410.000 millones de USD). En el BPI se hallan depositadas reservas oficiales de divisas por un valor cercano a los 222.000 millones de DEG (336.000 millones de USD), aproximadamente el 6% del total mundial. El beneficio neto del BPI en su ejercicio financiero 2006/07 ascendió a 639,4 millones de DEG (968,7 millones de USD).