

# Índice

Carta de presentación .....	1
<b>I. Introducción: lo insostenible ha llegado a su límite .....</b>	<b>3</b>
Una descripción de lo sucedido .....	4
Una explicación para lo sucedido .....	8
La respuesta de las autoridades ante lo sucedido .....	10
<b>II. La economía mundial .....</b>	<b>12</b>
Aspectos más destacados .....	12
Evolución general .....	13
Evolución de la demanda mundial .....	16
<i>Desaceleración cíclica en las principales economías industriales avanzadas</i> .....	16
<i>Conexiones internacionales y perspectivas económicas</i> .....	18
<i>Políticas y otros factores que influyen en la demanda futura</i> .....	22
Evolución de la inflación en las economías industriales avanzadas .....	25
<i>Crecientes riesgos de inflación</i> .....	25
<i>Determinantes de la inflación subyacente</i> .....	26
Vulnerabilidad de los balances, endurecimiento crediticio y otros obstáculos ..	30
<i>Vulnerabilidad de los hogares</i> .....	32
<i>Posibles efectos sobre las empresas no financieras</i> .....	35
<b>III. Las economías de mercado emergentes .....</b>	<b>37</b>
Aspectos más destacados .....	37
Evolución macroeconómica .....	37
Evolución del precio de las materias primas .....	41
Balanza exterior y flujos de capital .....	44
Reacción de las autoridades .....	48
Vulnerabilidad de las economías de mercado emergentes .....	52
<i>De momento, todo va bien</i> .....	53
<i>Resistencia de las exportaciones de las EME</i> .....	55
<i>Resistencia de la demanda interna</i> .....	57
<i>Vulnerabilidad frente a una reversión de los flujos de capital</i> .....	59
<b>IV. La política monetaria en las economías industriales avanzadas .....</b>	<b>64</b>
Aspectos más destacados .....	64
Evolución de la política monetaria .....	65
<i>La situación a mediados de 2007</i> .....	65
<i>La política monetaria durante las turbulencias</i> .....	68
<i>¿Condiciones económicas distintas o formas distintas de formular la política monetaria?</i> .....	71

Evolución de la comunicación de los bancos centrales .....	74
<i>Cambios en la comunicación de la política monetaria</i> .....	74
<i>La comunicación en las crisis financieras</i> .....	76
La respuesta de los bancos centrales ante la convulsión financiera .....	76
<i>La gestión de reservas</i> .....	77
<i>La sustitución de las fuentes de financiación perjudicadas</i> .....	80
<i>Cuestiones planteadas por la respuesta de los bancos centrales a la convulsión financiera</i> .....	83
V. Los mercados de divisas .....	86
Aspectos más destacados .....	86
Evolución de los mercados de divisas .....	87
<i>Condiciones en los mercados de divisas</i> .....	89
Determinantes de la evolución de los tipos de cambio .....	91
<i>Diferenciales de tasas de interés y de crecimiento</i> .....	92
<i>Balanza por cuenta corriente</i> .....	93
<i>Política cambiaria</i> .....	94
<i>Tendencias en los flujos de capital</i> .....	97
<i>Precios de las materias primas</i> .....	99
La resistencia del mercado de divisas a largo plazo .....	99
<i>Mayor volumen de contratación y creciente diversificación de los participantes</i> .....	100
<i>Mejoras en la gestión de riesgos</i> .....	102
<i>Implicaciones para la capacidad de recuperación del mercado</i> .....	103
VI. Los mercados financieros .....	105
Aspectos más destacados .....	105
Crónica de la convulsión en los mercados de crédito de 2007-08 .....	106
<i>Primera etapa: la crisis subprime inicial (junio-mediados de julio de 2007)</i> .....	108
<i>Segunda etapa: contagio a otros mercados de crédito (de mediados a finales de julio de 2007)</i> .....	108
<i>Tercera etapa: escasez de liquidez y reintermediación involuntaria (agosto de 2007)</i> .....	113
<i>Cuarta etapa: tensiones generalizadas en el sector financiero (septiembre-noviembre 2007)</i> .....	114
<i>Quinta etapa: preocupación por el crecimiento y disfunción en los mercados (enero-mediados de marzo de 2008)</i> .....	116
<i>Sexta etapa: el culmen de la crisis crediticia por el momento (mediados de marzo-mayo de 2008)</i> .....	117
La escasez de liquidez afectó a los mercados monetarios .....	118
Las turbulencias crediticias alcanzaron a los mercados bursátiles .....	121
<i>La debilidad se concentró en el sector financiero y en las acciones japonesas</i> .....	122
<i>El elevado riesgo de recesión en Estados Unidos afectó a las previsiones de resultados</i> .....	122
El rendimiento de los bonos cayó bruscamente al agravarse las turbulencias financieras .....	124
<i>La búsqueda de seguridad disparó la demanda de deuda pública</i> .....	125
<i>El temor a la recesión redujo aún más los rendimientos</i> .....	126
<i>Las tasas de inflación neutrales aumentaron pese al empeoramiento de las perspectivas</i> .....	128
Los activos de mercados emergentes dieron muestras de resistir .....	129

VII. El sector financiero en las economías industriales avanzadas .....	134
Aspectos más destacados .....	134
El sector financiero está sometido a tensiones .....	135
<i>Banca comercial</i> .....	136
<i>Banca de inversión</i> .....	138
<i>Sector asegurador</i> .....	140
<i>Inversión apalancada</i> .....	141
<i>Mercados inmobiliarios y pérdidas de valoración en entidades financieras</i> .....	142
La inestabilidad financiera en perspectiva .....	146
<i>El ciclo crediticio</i> .....	147
<i>El mercado bancario internacional y la transmisión de las tensiones</i> .....	151
<i>El modelo de negocio originar y distribuir riesgos</i> .....	153
VIII. Conclusión: la difícil tarea de reparar los daños .....	157
La magnitud de los riesgos para las perspectivas económicas .....	159
Cómo hacer frente a riesgos contrapuestos .....	164
Mejorar la prevención y la gestión de crisis .....	168
Organización, buen gobierno y actividades .....	175
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco .....	212
Bancos centrales miembros del BPI .....	215
Estados financieros .....	217
Informe de los auditores .....	276
Resumen gráfico de los últimos cinco años .....	277

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 30 de mayo y el 6 de junio de 2008.



## 78° Informe Anual 2007/08: Presentación general

### Capítulo I. Introducción: lo insostenible ha llegado a su límite

Tras años de crecimiento mundial intenso, inflación baja y mercados financieros estables, la situación se deterioró con rapidez en el período analizado. El acontecimiento más señalado fue la convulsión financiera que se desencadenó en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo (*subprime*), que pronto afectó a muchos otros mercados financieros y finalmente llevó a cuestionar la suficiencia de recursos propios de numerosos grandes bancos estadounidenses y europeos. Al mismo tiempo, el crecimiento económico se desaceleró con fuerza en Estados Unidos ante la retracción del mercado de la vivienda, mientras la inflación mundial aumentaba de forma significativa, en especial por el encarecimiento de las materias primas.

Algunos atribuyeron este cambio repentino de las condiciones financieras a las deficiencias asociadas a la reciente ampliación a nuevos productos hipotecarios del perdurable modelo de negocio basado en originar crédito y distribuir el riesgo. Otros, en cambio, vieron en el súbito deterioro de la coyuntura financiera y macroeconómica la contracción típica posterior a un período de auge del crédito. En verdad, diversos factores parecen sustentar esta segunda hipótesis: el fuerte crecimiento previamente registrado por los agregados monetarios y crediticios en todo el mundo, un período prolongado de bajas tasas de interés reales, el precio inusualmente elevado de numerosos activos (tanto financieros como reales) y la forma en la que los patrones de gasto en diferentes países (Estados Unidos y China en particular) reflejaban las distintas etapas de desarrollo financiero en que se hallaban (de fomento del consumo y la inversión, respectivamente).

Los bancos centrales de los principales centros financieros adoptaron sin excepción medidas para devolver la liquidez a los mercados financieros, si bien la senda de las tasas de interés oficiales difirió marcadamente según las circunstancias macroeconómicas de cada país. Hubo bancos centrales más preocupados por la inflación registrada que elevaron las tasas de interés oficiales, mientras otros, atentos a las presiones desinflacionarias que previsiblemente emergerían al desacelerarse el crecimiento, optaron por bajarlas.

### Capítulo II. La economía mundial

La economía mundial comenzó a frenarse en el segundo semestre de 2007 en un contexto de turbulencias financieras e intensa desaceleración en Estados Unidos. Al mismo tiempo, la inflación mundial ha ido en aumento, alentada por el fuerte encarecimiento de la energía y los alimentos. La opinión de consenso sigue previendo una desaceleración moderada para el conjunto del año, como corrobora la firmeza del crecimiento en la zona del euro, Japón y las principales economías de mercado emergentes hasta el primer trimestre de 2008.

No obstante, la evolución en el núcleo del sistema financiero internacional ha introducido gran incertidumbre sobre las perspectivas económicas futuras. Los bancos de diversas economías industriales avanzadas han venido endureciendo sus criterios de concesión de crédito, por lo que sigue siendo factible una contracción generalizada del crédito disponible, con consecuencias para la demanda que podrían ser más graves de lo anticipado. El panorama se complica por los fuertes incrementos en el precio del petróleo y por el aumento de las expectativas de inflación en varias de las principales economías.

Resulta difícil predecir en qué medida afectarán estas perturbaciones a aquellos hogares con peor situación financiera en Estados Unidos y otras economías industriales avanzadas. En Estados Unidos, un aumento sustancial de la tasa de ahorro familiar podría propiciar una



apreciable reducción adicional del déficit por cuenta corriente del país, si bien al precio de debilitar la demanda en el resto del mundo. Al mismo tiempo, los riesgos de inflación son los más serios en muchos años.

### **Capítulo III. Las economías de mercado emergentes**

El crecimiento de las economías de mercado emergentes (EME) el año pasado volvió a superar ampliamente al del resto del mundo. Las entradas de capital en moneda extranjera fueron considerables, reflejando el sostenido aumento de los superávits por cuenta corriente y de las entradas de capital en 2007. No obstante, los potenciales efectos secundarios de la convulsión financiera sobre los principales centros acrecentaron el riesgo de una desaceleración en las EME. Al mismo tiempo, los fuertes encarecimientos del petróleo y los alimentos provocaron un reciente repunte de la inflación general, superándose superasen sus objetivos en numerosas EME. Al igual que en las economías industriales avanzadas, estos factores contrapuestos han creado un importante dilema para la política monetaria. La resistencia de varios países frente a la apreciación de sus monedas ha conllevado nuevas complicaciones, habiéndose asociado con un brusco incremento de las reservas de divisas y con una expansión del crédito en varias EME.

El desarrollo de los acontecimientos en las economías avanzadas podría plantear también importantes retos para las EME. En primer lugar, una desaceleración pronunciada en Estados Unidos dañaría a aquellas EME que, pese a haber mostrado hasta ahora una destacada capacidad de reacción, aún dependen significativamente de la demanda externa. En segundo lugar, las condiciones más restrictivas en los mercados financieros internacionales podrían limitar a economías emergentes con abultados déficits por cuenta corriente, en especial a aquéllas que se apoyan en la financiación de cartera, más volátil. También se encontrarían en situación de especial vulnerabilidad los países más dependientes de la financiación bancaria transfronteriza.

### **Capítulo IV. La política monetaria en las economías industriales avanzadas**

La política monetaria en las economías industriales avanzadas debió hacer frente a dos desafíos contrapuestos durante el periodo analizado. Por una parte, las tensiones en los mercados financieros amenazaban con extenderse a la economía real a través de condiciones crediticias más restrictivas y el deterioro de los indicadores de confianza. Por otra, las presiones inflacionistas provocadas por el encarecimiento de las materias primas, unidas en muchos casos a una elevada utilización de la capacidad productiva y tensiones en los mercados de trabajo, amenazaban con repercutir en las expectativas de inflación a más largo plazo. Las manifestaciones de ambos retos difirieron en los distintos países y regiones, lo que explica al menos en parte por qué los bancos centrales los afrontaron de forma diferente. Así, mientras la Reserva Federal reaccionó de forma enérgica recortando la tasa objetivo de los fondos federales del 5,25% al 2%, el BCE y el Banco de Japón mantuvieron intactas sus tasas oficiales.

Los ajustes de tasas fueron sólo una de las formas en que los bancos centrales respondieron al desajuste en los mercados financieros. Incluso antes de que las turbulencias condujeran a cambiar las tasas oficiales, los bancos centrales de varios países ya habían ajustado sus operaciones, con medidas extraordinarias y sin precedentes, para mantener las tasas de referencia cerca de sus objetivos y proporcionar financiación a mercados donde la liquidez se había evaporado. Los tipos de operaciones y los argumentos esgrimidos en cada caso se analizan en el último apartado del capítulo.



## Capítulo V. Los mercados de divisas

La volatilidad en los mercados de divisas repuntó con intensidad en el segundo semestre de 2007 y desde entonces permanece elevada. Este hecho estuvo asociado con una progresiva depreciación del dólar estadounidense y una sustancial apreciación del euro, el yen y el franco suizo. A medida que las operaciones de *carry trade* perdían atractivo, el mercado se orientó por los diferenciales de crecimiento económico esperado más que por los niveles vigentes de las tasas de interés. Aunque la política cambiaria siguió perfilando la evolución de las monedas de algunas economías de mercado emergentes, la dinámica de precios de las materias primas y de ciertos flujos de capital también influyó notablemente sobre los tipos de cambio.

Pese a algunos movimientos importantes de los tipos de cambio y signos de tensión en algunos mercados de *swaps* de divisas y de *swaps* cruzados de tasas de interés y divisas, el funcionamiento de los mercados cambiarios al contado mantuvo en general su fluidez durante el periodo de mayor volatilidad. Desde una perspectiva de largo plazo, se han producido importantes evoluciones que podrían afectar a la flexibilidad de los mercados de divisas; entre otros, un mayor volumen de contratación y una mayor diversificación de la operativa, así como mejoras en las infraestructuras de gestión del riesgo. Aunque en líneas generales se trata de circunstancias positivas, es posible que aún no hayan manifestado sus implicaciones últimas sobre la dinámica del mercado en momentos de tensión. Es importante, pues, seguir promoviendo de cara al futuro mejores prácticas de gestión del riesgo en los mercados de divisas.

## Capítulo VI. Los mercados financieros

Entre junio de 2007 y mediados de mayo de 2008, la preocupación por las pérdidas en el mercado hipotecario estadounidense de alto riesgo creció hasta convertirse en un brote de tensión financiera generalizada. Lo que inicialmente parecía un problema bien circunscrito muy pronto acabó extendiéndose a otros segmentos de crédito y al mercado financiero en general, hasta el punto de que importantes componentes del sistema financiero quedaron prácticamente inoperantes. La intensa demanda de liquidez, unida a la creciente incertidumbre sobre el riesgo de contraparte, provocó tensiones sin precedentes en los principales mercados interbancarios, al tiempo que la rentabilidad de los bonos en las economías industriales avanzadas se desplomaba al buscar los inversionistas activos seguros ante el temor a un posible debilitamiento del crecimiento. Los mercados bursátiles de estos países también se resintieron, con caídas sustanciales de las acciones financieras. El contrapunto positivo lo pusieron los mercados financieros emergentes que, a diferencia de lo ocurrido en episodios previos de tensión generalizada en los mercados de activos, salieron mejor parados que los de las economías industriales avanzadas.

Las turbulencias financieras, que estallaron a mediados de junio de 2007, se desarrollaron en seis etapas: (i) una drástica ampliación de los diferenciales de los productos hipotecarios de alto riesgo, a consecuencia de rebajas a gran escala de la calificación crediticia de activos procedentes de la titulización de hipotecas y del cierre de varios *hedge funds* expuestos a éstos; (ii) a partir de mediados de julio, la intensa presión vendedora se extiende a otros mercados, crediticios y no crediticios, incluido el de productos estructurados en general; (iii) desde finales de julio, las turbulencias afectan al crédito a corto plazo, especialmente a los mercados monetarios interbancarios; (iv) desde mediados de octubre, los problemas se expanden por el sistema financiero, afectando incluso a las entidades aseguradoras de bonos; (v) desde principios de 2008, la progresiva atrofia de los mercados ante el marcado empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas estadounidenses, junto con el creciente temor a potenciales riesgos sistémicos, hizo ampliarse de forma inusual los diferenciales incluso de los activos de más calidad; y (vi) fase de recuperación,



salvo en el mercado interbancario a plazo, después de que la Reserva Federal facilitara la absorción de un banco de inversión estadounidense en dificultades en marzo de 2008.

### **Capítulo VII. El sector financiero en las economías industriales avanzadas**

Los años de crecimiento y elevada rentabilidad para las entidades financieras terminaron de improviso durante el período examinado, al transmitirse por todo el sistema financiero tensiones procedentes principalmente de la exposición al sector inmobiliario residencial. Lo que había comenzado como un problema concreto del mercado hipotecario estadounidense de alto riesgo se convirtió en una fuente de pérdidas enormes para entidades financieras de todo el mundo que mantenían valores relacionados con dicho mercado. La incertidumbre sobre el tamaño y la distribución de las pérdidas resultó exacerbada por la complejidad de las nuevas estructuras empleadas en los procesos de titulización. La reticencia a asumir riesgos ocasionó una falta de liquidez, que pone de relieve las deficiencias de los mecanismos de financiación de numerosas entidades financieras. De hecho, el período estuvo salpicado de amagos de quiebra de importantes instituciones financieras, que indujeron la intervención del sector público para evitar un colapso desordenado que pudiera desembocar en eventuales alteraciones sistémicas.

Dado que numerosas instituciones financieras aún mantienen balances dañados pese al continuo deterioro de las perspectivas macroeconómicas, es probable que una inflexión del ciclo crediticio cree contratiempos persistentes para la actividad económica. La evolución de la situación dependerá crucialmente de las interacciones dinámicas entre el sector financiero y el entorno macroeconómico. La menor disponibilidad de crédito, consecuencia de las medidas adoptadas por el sector financiero para intentar mantener su base de capital, podría prolongar el período de escasa rentabilidad al afectar al gasto agregado, la actividad económica y la calidad de los activos. Estos efectos podrían propagarse asimismo entre países, a medida que los sistemas bancarios afectados tiendan a reducir sus riesgos internacionales. Aparte de sus repercusiones en el ciclo económico, este período de fuertes tensiones anuncia cambios estructurales. Las entidades financieras están revisando los supuestos que alentaron el giro hacia un modelo de negocio centrado en originar crédito y distribuir sus riesgos mediante la titulización. Al mismo tiempo, los poderes públicos están revisando aspectos del marco de regulación prudencial que no funcionaron como se esperaba.

### **Capítulo VIII. Conclusión: la difícil tarea de reparar los daños**

Tras el auge de los precios de los activos impulsado por la rápida expansión crediticia, no deberían sorprender turbulencias en los mercados financieros, un menor crecimiento económico real y un aumento temporal de la inflación. En la coyuntura actual, las cuestiones principales que se plantean se refieren a la magnitud de cada una de estas tendencias y a sus posibles interacciones. Si bien resulta difícil de predecir, su interacción parece apuntar a que la desaceleración mundial será más intensa y prolongada de lo anticipado por la opinión de consenso. Al mismo tiempo, los factores inflacionistas, en particular en las economías de mercado emergentes, también podrían acabar resultando inesperadamente firmes y persistentes. Un factor previsiblemente relevante para las expectativas de inflación en todo el mundo es el comportamiento de los salarios, aunque en algunos países la depreciación de la moneda también podría ser bastante perjudicial para los precios nacionales.

Ante la amenaza que indudablemente representa la inflación actual, y con las tasas de interés oficiales en términos reales situadas en la mayoría de los países en niveles muy reducidos en comparación con el pasado, parecería adecuado que la política monetaria adoptara un sesgo restrictivo en todo el mundo. Dicho esto, las diferentes circunstancias de cada país, tanto presentes como previstas, impiden recomendar una única política con



carácter general. Además, en caso de que la economía mundial se frenase bruscamente y las presiones inflacionarias cediesen, también se reduciría el sesgo restrictivo.

No obstante, en el entorno actual y previsto, debe tenerse presente que la reducción de tasas oficiales podría resultar muy poco eficaz tras el auge del gasto inducido por la expansión crediticia. En vista de los posibles efectos secundarios de dicha política, en especial el riesgo de fomentar mayores desequilibrios financieros y una asignación ineficiente de recursos reales, podrían preverse políticas de acompañamiento que evitasen sobrecargar la relajación monetaria. En ocasiones estaría justificado aplicar una política fiscal expansiva, pero en muchos países los niveles de endeudamiento actuales dejan escaso margen de maniobra. Por consiguiente, hay que dar prioridad a las medidas para reconocer y gestionar de forma oportuna y ordenada los problemas de pérdidas y de exceso de deuda, siempre que se cumplan ciertas condiciones.

Tal vez, la principal conclusión que cabe extraer de los retos actuales para las políticas es que habría sido mejor evitar desde el principio la acumulación de excesos relacionados con la expansión crediticia. En el futuro, esto podría intentarse estableciendo un nuevo marco de estabilidad macrofinanciera que se apoyase tanto en la política monetaria como en la regulación macroprudencial para contrarrestar el carácter procíclico del ciclo crediticio. Admitiendo que los ciclos pueden atenuarse pero no eliminarse, puede recomendarse una serie de medidas preventivas que permitirían gestionar de forma más eficaz los períodos de turbulencias financieras o de crisis.

### **Organización, buen gobierno y actividades**

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

Muchas de las actividades del Banco se reorientaron en la segunda mitad del año para abordar la convulsión que estalló en los mercados financieros en agosto de 2007. Además de acelerar y modificar las agendas de los comités, esta convulsión provocó la adopción de medidas como:

- una reunión especial de los Gobernadores de los bancos centrales para analizar las causas subyacentes a la actual convulsión financiera y sus posibles consecuencias económicas;
- sesiones más frecuentes y especializadas entre los representantes de los bancos centrales y los agentes de los mercados financieros en sentido amplio, facilitadas por el BPI y los comités que auspicia;
- refuerzo de la investigación sobre las causas de la convulsión financiera y sobre sus implicaciones para las políticas;
- publicación de información sobre los marcos de política monetaria y las operaciones de mercado de los bancos centrales, con el fin de mejorar la transparencia y comprensión de sus actuaciones;
- iniciativas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para reforzar la capacidad de reacción del sistema bancario ante perturbaciones de índole financiera; y,
- estrecha colaboración con otros organismos tras la convulsión financiera, en particular apoyando a los grupos de trabajo del Foro sobre la Estabilidad Financiera para mejorar la capacidad de reacción del mercado y las instituciones.



Además, el BPI adoptó varias medidas en sus actividades bancarias y de gestión del riesgo para afrontar los retos planteados por la convulsión actual.

En cuanto a los estados financieros del BPI, en el ejercicio cerrado a 31 de marzo de 2008 el balance de situación registraba 311.000 millones de DEG (511.000 millones de USD), lo que representa un incremento anual del 15%. En el BPI se hallan depositadas reservas oficiales de divisas por un valor cercano a los 236.000 millones de DEG (388.000 millones de USD), aproximadamente el 6% del total mundial. El beneficio neto del BPI en su ejercicio financiero 2007/08 ascendió a 545 millones de DEG (847 millones de USD), frente a los 619 millones de DEG (920 millones de USD) del ejercicio anterior.