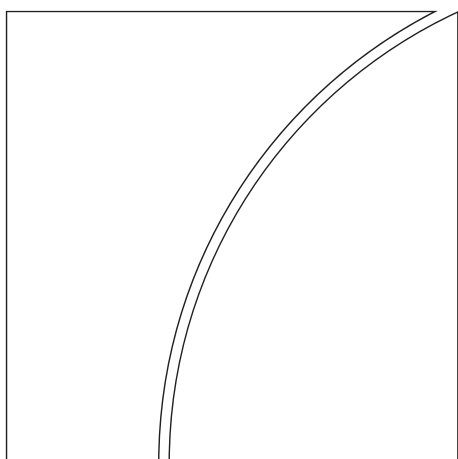




BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



76º Informe Anual

1 de abril de 2005–31 de marzo de 2006

Basilea, 26 de junio de 2006

Las publicaciones pueden obtenerse en:

Bank for International Settlements
Press & Communications
CH-4002 Basilea, Suiza

E-mail: publications@bis.org

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

© *Banco de Pagos Internacionales, 2006. 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 92-9131-521-4 (versión impresa)

ISBN 92-9197-521-4 (en línea)

Publicado también en alemán, francés, inglés e italiano.

El Informe puede consultarse en la página del BPI en Internet (www.bis.org).

Índice

Carta de presentación	1
I. Introducción: resistencia ante las crecientes tensiones	3
Afrontar los desafíos del éxito reciente	5
Cambio estructural y de orientación de las políticas	10
II. La economía mundial	13
Aspectos más destacados	13
Situación general de la economía mundial	14
<i>Continúan el intenso crecimiento y la baja inflación</i>	14
<i>Indicios de una expansión económica más equilibrada</i>	16
<i>Perspectivas y riesgos</i>	17
Inflación y formación de salarios en la economía mundial	19
<i>Evolución de la inflación mundial</i>	19
<i>Formación de salarios y globalización</i>	21
<i>Perspectivas</i>	24
El ahorro y la inversión del sector privado	25
<i>Tendencias</i>	25
<i>Beneficios e inversión empresariales</i>	27
<i>Inversión en vivienda y mercados inmobiliarios</i>	30
La política fiscal	32
<i>Desafíos para la sostenibilidad fiscal</i>	34
Evolución de la balanza por cuenta corriente	36
<i>Nuevo aumento de los desequilibrios externos</i>	36
<i>Reequilibrio mundial y reciclaje de los ingresos procedentes del petróleo</i>	37
III. Análisis de las economías de mercado emergentes	40
Aspectos más destacados	40
Panorama macroeconómico	40
<i>Patrón de demanda</i>	41
<i>Crecientes presiones inflacionistas</i>	44
<i>Perspectivas y riesgos</i>	45
Dos importantes retos de origen externo	46
<i>Cambios en la relación real de intercambio</i>	46
<i>Fuerte demanda de activos de mercados emergentes</i>	49
Política fiscal	54
<i>El grado adecuado de ajuste fiscal</i>	54
<i>Ajustes de ingresos y de gastos</i>	55
<i>Implicaciones del encarecimiento de las materias primas</i>	57
<i>Reducción y sostenibilidad de la deuda</i>	58
Políticas monetaria y de tipo de cambio	59
<i>Implicaciones de las alteraciones de los precios relativos</i>	60
<i>Respuestas a las presiones alcistas sobre el tipo de cambio</i>	62
<i>Respuestas según los regímenes de política monetaria</i>	63
<i>Consecuencias de estas respuestas</i>	65

IV. La política monetaria en los países industrializados avanzados	68
Aspectos más destacados	68
Análisis de la evolución	69
<i>Estados Unidos</i>	69
<i>Zona del euro</i>	71
<i>Japón</i>	74
<i>Países con objetivos de inflación explícitos</i>	76
Globalización y política monetaria	80
<i>Globalización, incentivos de los bancos centrales y estabilidad de precios</i>	81
<i>La globalización y los parámetros orientativos tradicionales de la política monetaria</i>	84
<i>Globalización, mecanismo de transmisión y margen de maniobra de la política monetaria</i>	87
<i>Retos, riesgos y posibles respuestas de política</i>	88
V. Los mercados de divisas	92
Aspectos más destacados	92
Evolución de los mercados de divisas	93
<i>Condiciones en los mercados de divisas</i>	95
<i>Tendencias en las reservas oficiales</i>	96
Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes	96
<i>Crecimiento económico y diferenciales de tipos de interés</i>	97
<i>El desequilibrio externo estadounidense</i>	100
<i>Políticas cambiarias en Asia</i>	101
Rentas netas y sostenibilidad de la posición externa de Estados Unidos	103
<i>Tendencias y determinantes de las rentas netas</i>	103
<i>La sostenibilidad de la posición externa estadounidense</i>	109
VI. Los mercados financieros	114
Aspectos más destacados	114
Continuidad de los reducidos rendimientos a largo plazo	114
<i>Aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos y en la zona del euro</i>	116
<i>Expectativas de inflación contenidas</i>	117
<i>Volatilidades y primas por plazo reducidas</i>	117
<i>Demanda institucional: fondos de pensiones y compañías de seguros</i>	119
<i>Demanda externa: las reservas asiáticas y los petrodólares</i>	121
Los mercados bursátiles se mostraron indiferentes a los incrementos de tipos de interés	122
<i>Las perspectivas macroeconómicas respaldaron la revalorización de los títulos de renta variable</i>	123
<i>Aceleración del reapalancamiento y de las fusiones empresariales</i>	124
<i>Señales contradictorias sobre las valoraciones bursátiles</i>	127
Capacidad de recuperación de los mercados de deuda	129
<i>Distintas preferencias por diferentes riesgos</i>	131
<i>Persistente solidez de los balances empresariales</i>	133
<i>Vulnerabilidad de los mercados de deuda a reajustes en los precios</i>	135
Diferenciales de los mercados emergentes en mínimos históricos	137

VII. El sector financiero	140
Aspectos más destacados	140
Resultados del sector financiero	140
<i>Banca comercial</i>	141
<i>Banca de inversión</i>	144
<i>Fondos de cobertura o inversión libre</i>	145
<i>Capital inversión</i>	146
<i>Sector asegurador</i>	149
<i>Fondos de pensiones</i>	150
Vulnerabilidades	151
<i>Factores que podrían reducir la rentabilidad de los bancos</i>	152
<i>Exposición a los mercados inmobiliarios</i>	154
Presentación de información financiera y gestión del riesgo financiero	157
<i>Presentación de la información financiera y política prudencial</i>	161
 VIII. Conclusión: afrontar los riesgos presentes y futuros ...	164
Los riesgos actuales	164
Cómo mitigar los riesgos actuales	169
Qué hacer si se materializan los riesgos	173
¿Pueden evitarse riesgos similares en el futuro?	178
<hr/>	
Organización, buen gobierno y actividades	183
Consejo de Administración y Alta Dirección del Banco	216
Bancos centrales miembros del BPI	219
Estados financieros	221
Informe de auditoría	259
Resumen gráfico de los últimos cinco años	260

Los capítulos del Informe original (en inglés) se enviaron a la imprenta entre el 1 y el 9 de junio de 2006.

Gráficos

II.1	Contribución al crecimiento mundial	14
II.2	Precios del petróleo y otros productos básicos y relación real de intercambio	15
II.3	Condiciones de financiación y crecimiento del crédito	17
II.4	Inflación mundial	19
II.5	Evolución de los precios relativos	21
II.6	Inflación, salarios y participación de los salarios	22
II.7	Globalización y salarios	23
II.8	Penetración de las importaciones y salarios por industria	24
II.9	Ciclos de inversión empresarial	28
II.10	Activos y deuda del sector privado	29
II.11	Precios de la vivienda y consumo privado	32
II.12	Evolución fiscal en diversos periodos de crecimiento	35
II.13	Indicadores de la balanza de pagos de economías exportadoras de petróleo	38
III.1	Contribución al crecimiento del PIB real	42
III.2	Crédito a los hogares	43
III.3	Posición exterior	47
III.4	Exportaciones	48
III.5	Factores de la demanda de activos de mercados emergentes	52
III.6	Evolución de las finanzas públicas	55
III.7	Ingresos gubernamentales, gasto primario y deuda pública	56
III.8	Inflación y cambios en los precios relativos	60
III.9	Tipos de interés oficiales reales	62
III.10	Tipos de cambio efectivos reales	64
III.11	Condiciones en los mercados financieros	67
IV.1	Indicadores económicos de Estados Unidos	69
IV.2	Diferencial de rendimientos, inflación y ciclos económicos en EEUU	71
IV.3	Indicadores económicos de la zona del euro	72
IV.4	Análisis monetario y política monetaria en la zona del euro	73
IV.5	Indicadores económicos de Japón	74
IV.6	Tipos de interés en Japón	76
IV.7	Objetivos de inflación y tipos de interés oficiales	77
IV.8	Precios de las importaciones e inflación	80
IV.9	Inflación mundial	81
IV.10	Principales indicadores de la globalización	82
IV.11	Volatilidad del crecimiento y la inflación en países industrializados avanzados	82
IV.12	Aplanamiento de las curvas de Phillips en países industrializados avanzados	84
IV.13	Factores internacionales que condicionan la inflación interna	85
IV.14	Tasas de desempleo que no aceleran la inflación (NAIRU)	86
IV.15	Política monetaria y liquidez general en países industrializados avanzados	89
IV.16	Política monetaria y liquidez general en economías de mercado emergentes	90
V.1	Tipos de cambio, volatilidades implícitas y risk reversals del dólar, el euro y el yen	93
V.2	Tipos de cambio de otros países industrializados	94
V.3	Tipos de cambio en economías emergentes	94
V.4	Perspectiva histórica de los tipos de cambio efectivos reales	95
V.5	Tipos de cambio y diferenciales de tipos de interés	98
V.6	Tipos de cambio y razón de Sharpe	99
V.7	Balanza por cuenta corriente y posición activa exterior neta de EEUU	100

V.8	Tipos de cambio al contado y a plazo para el renminbi chino	102
V.9	Renta variable y renta fija en términos netos	104
V.10	Rentabilidad de la inversión directa de EEUU	105
V.11	Inversión extranjera directa de EEUU	107
V.12	Escenarios sobre la posición externa de EEUU	110
V.13	Posición neta en títulos de deuda y balanza de rentas de EEUU	111
VI.1	Tipos de interés	115
VI.2	Previsiones para 2006 y medidas de la compensación por inflación ..	115
VI.3	Curvas de los tipos de interés a plazo	116
VI.4	Volatilidades implícitas y estimaciones de la prima por plazo	118
VI.5	Fondos de pensiones y diferenciales de los bonos	120
VI.6	Inversión en valores a largo plazo de EEUU	121
VI.7	Cotizaciones bursátiles	123
VI.8	Operaciones favorables a los accionistas	124
VI.9	Fusiones y adquisiciones (M&A)	126
VI.10	Valoraciones y volatilidad en los mercados bursátiles	127
VI.11	Valoraciones y beneficios de las empresas de EEUU	129
VI.12	Diferenciales de los bonos de empresa	130
VI.13	Preferencia por el riesgo en los mercados de deuda	132
VI.14	Apalancamiento empresarial	133
VI.15	Perspectivas de solvencia empresarial	134
VI.16	Mercados emergentes: diferenciales de la deuda y calificaciones crediticias	137
VI.17	Previsión de calificaciones y diferenciales de la deuda soberana	138
VII.1	Crecimiento del crédito	142
VII.2	Indicadores de actividad en la banca de inversión	144
VII.3	Fondos de inversión libre: volumen, rendimiento y apalancamiento ..	145
VII.4	Volumen de los fondos de capital inversión	147
VII.5	Capital inversión: flujos de efectivo y rendimiento	148
VII.6	Volumen y riesgos de los préstamos para LBO	148
VII.7	Compañías de seguros: cartera de acciones y rendimiento	149
VII.8	Valoración del riesgo en los mercados de préstamos sindicados y de bonos	153

Cuadros

II.1	Crecimiento e inflación	13
II.2	2005: un año atípico	18
II.3	Contribución de un factor común a la inflación en las economías avanzadas	20
II.4	Tendencias del ahorro e inversión mundiales	26
II.5	Indicadores de beneficios en ciertos sectores industriales mundiales	27
II.6	El sector de la construcción en ciertas economías	30
II.7	Evolución fiscal reciente y proyecciones a medio plazo	33
II.8	Balanzas por cuenta corriente mundiales	36
III.1	Crecimiento del producto y balanza por cuenta corriente	41
III.2	Inversión en activos fijos	44
III.3	Precios de consumo	45
III.4	Flujos netos de capital privado hacia economías de mercado emergentes	50
III.5	Reservas de divisas	64
III.6	Indicadores utilizados en diferentes regímenes de política monetaria	66
V.1	Variación anual de las reservas oficiales de divisas	97
V.2	Activos y pasivos de Estados Unidos frente al exterior, 2004	103

V.3	Inversión extranjera directa, 2000–04	106
V.4	Posición de EEUU frente al exterior	109
VII.1	Rentabilidad de los principales bancos	141
VII.2	Sensibilidad de los ingresos a las condiciones cíclicas	152
VII.3	Precios de los inmuebles de uso comercial	154
VII.4	Precios de la vivienda y deuda hipotecaria	156

Convenciones utilizadas en este Informe

dólar	dólar de Estados Unidos, a menos que se especifique lo contrario
izda., dcha.	escala de la izquierda, escala de la derecha
...	no disponible
.	no aplicable

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

76° Informe Anual

*presentado a la Asamblea General Anual
del Banco de Pagos Internacionales
reunida en Basilea el 26 de junio de 2006*

Señoras y señores:

Me complace presentarles el 76° Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales, correspondiente al ejercicio financiero que se cerró el 31 de marzo de 2006.

El beneficio neto del ejercicio ascendió a 599,2 millones de DEG, frente a los 370,9 millones de DEG correspondientes al ejercicio anterior. Los resultados pormenorizados del ejercicio 2005/06 pueden verse en la sección titulada "Beneficio neto y su distribución", que figura en las páginas 212 a 214 del presente Informe.

El Consejo de Administración propone, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 51 de los Estatutos del Banco, que la Asamblea General destine la suma de 132,4 millones de DEG al pago de un dividendo de 245 DEG por acción (frente a los 235 DEG por acción del pasado año), pagadero en cualquiera de las monedas que componen el DEG o en francos suizos.

El Consejo recomienda asimismo que se transfieran 46,7 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 414,1 millones de DEG, al fondo de reserva libre.

De aprobarse estas propuestas, el dividendo del Banco para el ejercicio financiero 2005/06 será pagadero a los accionistas el 3 de julio de 2006.

Basilea, 9 de junio de 2006

MALCOLM D KNIGHT
Director General

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

La marcada apreciación del dólar estadounidense, la estabilidad del euro y la tendencia generalizada del yen a la baja fueron las características más destacadas de los mercados de divisas durante gran parte de 2005. Hasta diciembre de ese año, el dólar se apreció notablemente frente al euro, el yen y otras monedas con tipo de cambio flexible, en particular la libra esterlina y los dólares australiano y neozelandés. Sin embargo, su tendencia frente a las divisas de economías de mercado emergentes resultó menos uniforme. Las monedas asiáticas permanecieron bastante estables o se depreciaron, mientras que algunas divisas latinoamericanas se fortalecieron. A partir de diciembre de 2005, revirtió la tendencia alcista del dólar estadounidense.

Al igual que en años precedentes, tres fueron los principales factores que condicionaron la evolución de los tipos de cambio durante el periodo analizado. En primer lugar, en un contexto de mayor normalidad de los tipos de interés oficiales en las principales economías, pese a mantenerse la abundante liquidez internacional, los diferenciales de tipos de interés continuaron siendo determinantes para la evolución de los tipos de cambio. En este sentido, las estrategias de búsqueda de alta rentabilidad se materializaron a menudo en operaciones de *carry trade*. En segundo lugar, tanto el déficit por cuenta corriente como la posición deudora neta de Estados Unidos frente al exterior crecieron nuevamente, aunque suscitando menos atención que en el periodo 2002–04. Pese a la creciente carga de esta deuda, la balanza de rentas registró saldos positivos durante la mayor parte de 2005, lo que atenuó las presiones para una corrección inmediata. El presente capítulo explora las tendencias y los determinantes de la balanza de rentas en Estados Unidos y otros países industrializados y analiza sus posibles repercusiones sobre la sostenibilidad de los desequilibrios externos. En tercer lugar, la continua acumulación de reservas en China limitó la depreciación del dólar frente al renminbi. En cambio, en otros mercados emergentes asiáticos las reservas de divisas crecieron pero a un ritmo más lento. La revisión de la política cambiaria china en julio de 2005 despertó gran interés, aunque a mediados de mayo de 2006 sus efectos sobre los mercados de divisas eran todavía escasos.

Los mercados de divisas se caracterizaron por una intensa actividad y por una volatilidad en general reducida, aunque algunos mercados más pequeños registraron fuertes incrementos de la inestabilidad, especialmente en 2006.

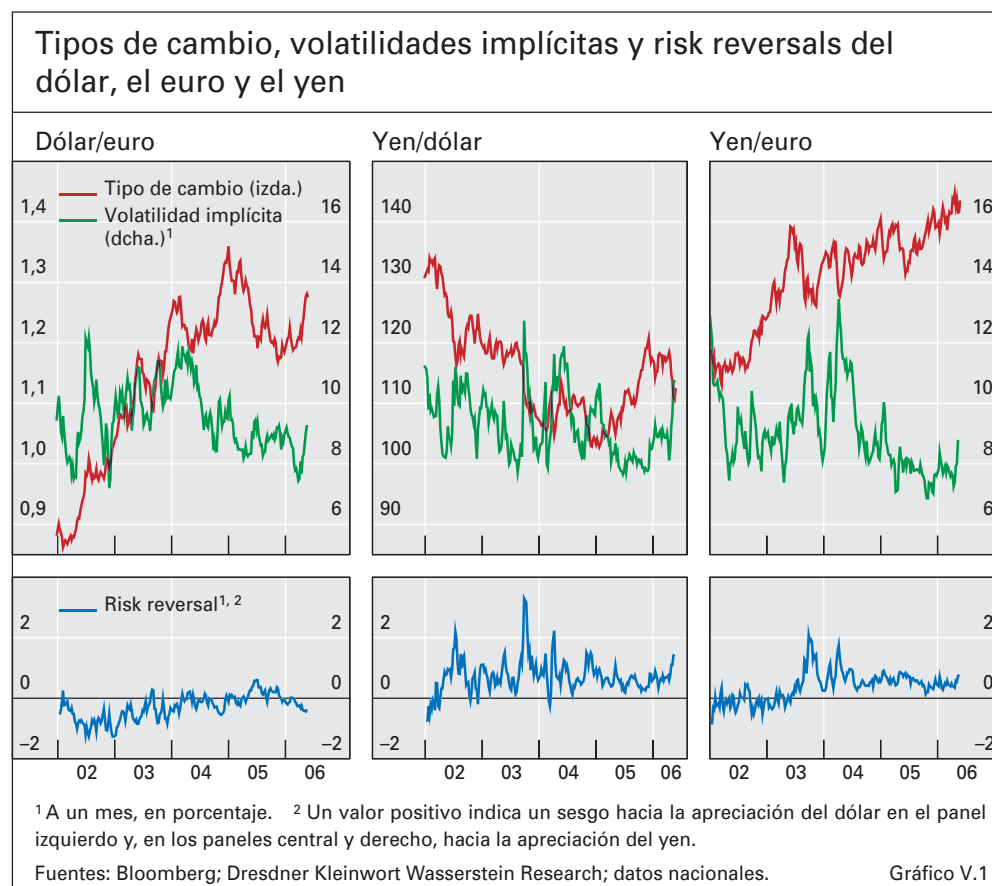
Evolución de los mercados de divisas

La apreciación generalizada del dólar entre febrero y finales de noviembre...

El periodo examinado puede dividirse en dos etapas bien diferenciadas. Durante la primera, de febrero a finales de noviembre de 2005, el dólar estadounidense se apreció en líneas generales, avanzando un 5% en términos efectivos nominales y en torno al 10% y al 15% frente al euro y el yen respectivamente (véase el Gráfico V.1). También se fortaleció con respecto a otras monedas con tipo de cambio flexible, en particular frente a los dólares australiano y neozelandés y a la mayoría de las divisas europeas no pertenecientes a la zona del euro, sobre todo frente a la libra esterlina (véase el Gráfico V.2). En cambio, el dólar canadiense se apreció un 5% frente al dólar de Estados Unidos, rompiendo así la amplia sincronización observada en el pasado con la evolución de los dólares australiano y neozelandés.

El euro se mantuvo básicamente estable en términos efectivos nominales hasta diciembre de 2005, con tendencia a apreciarse frente al yen. Su evolución frente a otras divisas europeas fue dispar, fortaleciéndose con respecto a la corona sueca, mostrando una tendencia poco definida frente al franco suizo y cediendo terreno frente a la libra esterlina y la corona noruega. Por su parte, el yen presentó una tendencia generalizada a la baja, depreciándose en forma significativa frente al dólar, el euro y la mayoría de las divisas de las economías de mercado emergentes de Asia.

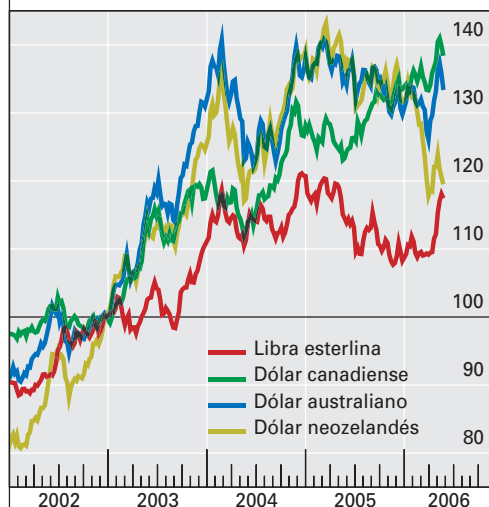
La evolución de las monedas de las economías emergentes fue menos uniforme, puesto que algunas de ellas —concretamente el baht tailandés,



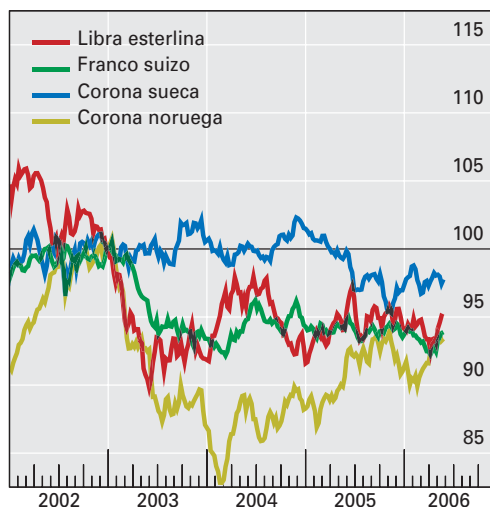
Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, finales de 2002 = 100

Frente al dólar de EEUU



Frente al euro



Nota: un ascenso indica una apreciación.

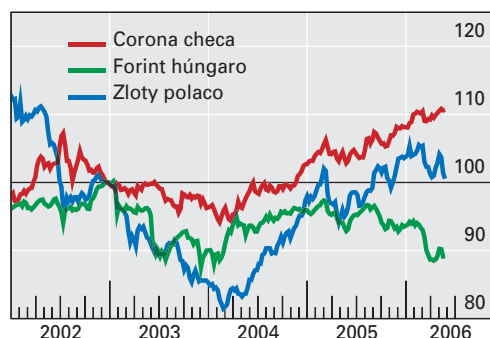
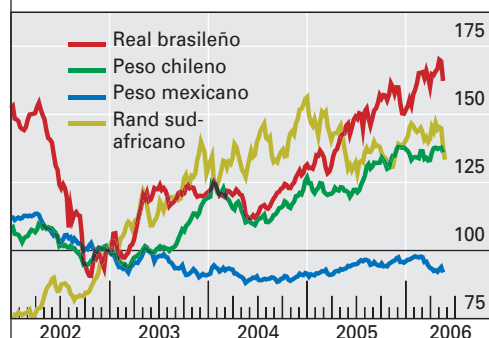
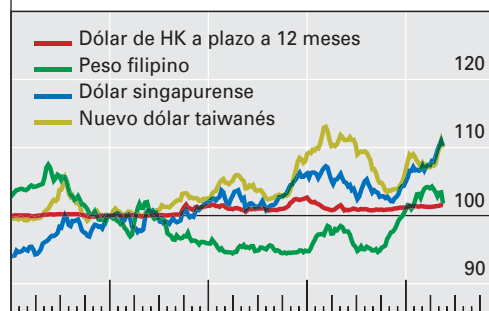
Fuente: datos nacionales.

Gráfico V.2

el nuevo dólar taiwanés y la rupia indonesia— se depreciaron considerablemente frente al dólar estadounidense (véase el Gráfico V.3), mientras que varias divisas latinoamericanas se apreciaron. Las cotizaciones del rand sudafricano y de las monedas de diversos países de Europa oriental no siguieron una tendencia tan clara.

Tipos de cambio en economías emergentes¹

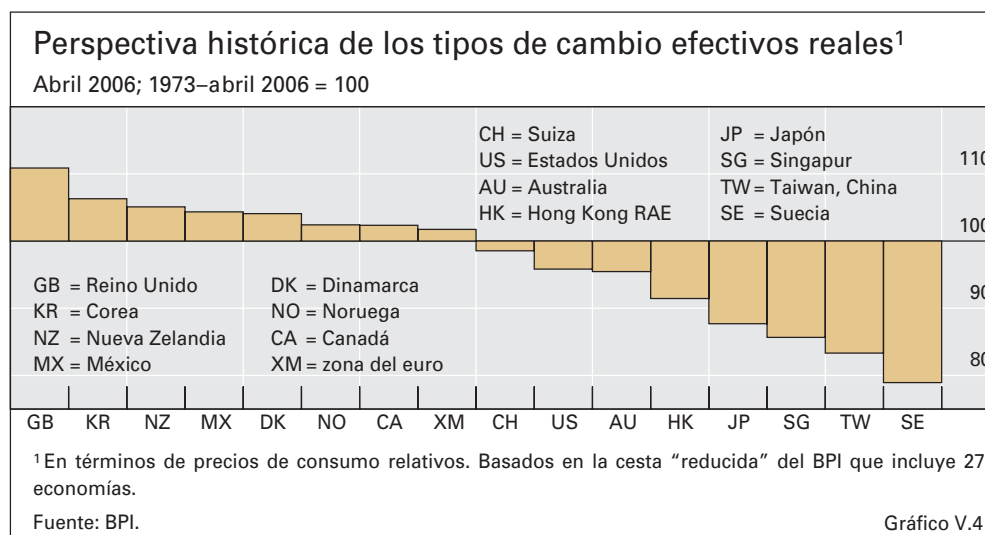
Medias semanales, finales de 2002 = 100



¹ Frente al dólar de EE.UU. (para las monedas del panel inferior derecho, frente al euro); un ascenso indica una apreciación. Panel inferior izquierdo: escala comprimida.

Fuentes: BCE; Bloomberg; Datastream.

Gráfico V.3



... revirtió en cierta medida a partir de diciembre de 2005

En la segunda fase, entre diciembre de 2005 y mediados de mayo de 2006, el dólar cedió terreno frente a algunas divisas, depreciándose en torno al 9% frente al yen, y el 10% frente al euro y la libra esterlina. El yen revirtió su tendencia general a la depreciación, coincidiendo con el cambio de la percepción desfavorable de los inversionistas respecto al futuro fortalecimiento del dólar, conforme sugiere la cotización de los *risk reversals* (véase el Gráfico V.1). Por su parte, el euro tendió a apreciarse con respecto a un conjunto de monedas y también en términos efectivos nominales, mientras que el dólar canadiense persistía en su escalada generalizada.

Durante esta segunda fase, las divisas de algunos países industrializados se debilitaron ostensiblemente, como ocurrió con los dólares australiano y neozelandés hasta abril de 2006. Otro aspecto destacado fue la desvinculación de la evolución del franco suizo con respecto al euro. En cambio, las monedas de los mercados emergentes asiáticos en general —y el won, la rupia, el baht, el peso filipino y el dólar de Singapur en particular— tendieron a apreciarse notablemente frente al dólar y, en menor medida, frente al yen.

Desde una perspectiva de largo plazo, los niveles actuales de los principales tipos de cambio indican que la cotización del dólar y del euro en términos efectivos reales permanece próxima a su promedio de largo plazo, mientras que la libra esterlina continúa apreciada en torno al 10% (véase el Gráfico V.4). Sin embargo, la corona sueca, el yen y las monedas de algunas economías de mercado emergentes asiáticas están infravaloradas en más de un 10% con respecto a sus promedios históricos.

Condiciones en los mercados de divisas

Mercados en calma pero activos

La volatilidad y la actividad fueron en cierta forma similares a lo largo de estas dos fases en la evolución de los tipos de cambio. Entre enero y noviembre de 2005, en un contexto de abundante liquidez internacional, los mercados de divisas se mostraron bastante calmados con un volumen de transacciones elevado. La volatilidad implícita de los principales tipos de cambio fue menor que en años anteriores, y con tendencia a la baja (véase el Gráfico V.1).

No obstante, a partir de diciembre, se produjo un aumento de la volatilidad en algunos mercados, principalmente en las cotizaciones yen/dólar y yen/euro, indicando así un aumento de la incertidumbre. Conforme se analiza más adelante, esta mayor incertidumbre respecto al yen obedeció a especulaciones sobre el final de la política de relajación cuantitativa en Japón y sus posibles repercusiones en los mercados financieros, en concreto para la financiación de las operaciones de *carry trade*. Asimismo, el aumento de la incertidumbre provocó notables depreciaciones en algunos de los mercados de menores dimensiones, que se propagaron a otras monedas.

El elevado nivel de actividad continuó reflejando grandes volúmenes de fondos de inversionistas que buscaban altas rentabilidades en una amplia gama de divisas. Esta búsqueda de rentabilidad también presionó al alza el precio de las materias primas, cuyos mercados han recibido elevados flujos de inversión respaldados por una robusta demanda mundial. Desde comienzos de 2002, los incrementos anualizados de los índices generales de precios de las materias primas han rozado el 10%, con aumentos incluso superiores en el caso del oro, que se revalorizó a una tasa anualizada cercana al 14% entre mediados de 2001 y septiembre de 2005. A mediados de mayo de 2006, su precio batió el récord de los últimos 25 años al situarse en 726 dólares la onza *troy*, tras haber crecido a una tasa del 60% desde septiembre.

Tendencias en las reservas oficiales

Los bancos centrales continuaron acumulando volúmenes considerables de reservas oficiales de divisas (véase el Cuadro V.1). A diferencia de años anteriores, cuando diversos bancos centrales asiáticos acumularon ingentes cantidades de reservas, el 80% del incremento registrado en la región en 2005 se concentró en China. Las tenencias de divisas en este país crecieron otros 200.000 millones de dólares, hasta superar los 800.000 millones a finales de 2005, lo que equivale al 20% de las reservas mundiales. El ritmo de acumulación de reservas también fue elevado en los países exportadores de petróleo, con Rusia en el papel estelar. En cambio, la acumulación de reservas se desaceleró en la mayoría de las economías restantes, especialmente en Corea, la India, Malasia y Taiwan (China).

Continúa la
acumulación de
reservas

Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes

Una vez más, tres fueron los factores primordiales que parecen haber condicionado la evolución de los tipos de cambio durante el periodo examinado. En primer lugar, las perspectivas de crecimiento interno y los diferenciales de tipos de interés parecen haber afectado tanto a las principales monedas como a otras divisas de economías de mercado emergentes. En segundo lugar, el deterioro del desequilibrio externo de Estados Unidos repercutió en ocasiones sobre la cotización del dólar, aunque tuvo una influencia menor que en años precedentes. Por último, las políticas cambiarias y las prácticas intervencionistas de algunas economías de mercado emergentes, especialmente las asiáticas, continuaron influyendo

Tres factores
primordiales para
la evolución de los
tipos de cambio

Variación anual de las reservas oficiales de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Pro memoria: cantidades en circulación (dic 2005)
	A los tipos de cambio vigentes						
Total	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4.170,8
Países industrializados	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1.292,2
Estados Unidos	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Zona del euro	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Japón	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Mercados emergentes asiáticos	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1.821,6
China	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Corea	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Hong Kong RAE	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
India	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonesia	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Malasia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Filipinas	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Singapur	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, China	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Tailandia	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Exportadores netos de petróleo ¹	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
México	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Rusia	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Oriente Medio ²	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
América Latina ³	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentina	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brasil	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Chile	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
ECO ⁴	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
	A tipos de cambio constantes de finales de 2004						
Total asignado	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2.890,0
Reservas de dólares	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1.869,8

¹ Economías con exportaciones netas de petróleo superiores a 0,5 millones de barriles al día. ² Excluye Irán e Iraq. Para Arabia Saudita, excluye la inversión en valores extranjeros. ³ Países mencionados además de Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁴ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia.

Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro V.1

en la evolución de sus monedas, aunque con ciertas diferencias respecto al pasado.

Crecimiento económico y diferenciales de tipos de interés

La tasa de crecimiento y los diferenciales de tipos de interés —en ambos casos tanto efectivos como esperados—, parecen haber sido los principales determinantes de la evolución de los tipos de cambio durante el pasado año. Pese a que no hay certeza de una relación estadística robusta entre los

diferenciales efectivos o esperados de tipos de interés y la evolución de los tipos de cambio durante periodos de tiempo prolongados, sí existe evidencia de una correlación positiva para ciertos pares de monedas durante las dos etapas en que se divide el periodo analizado.

En concreto, la apreciación del dólar frente al euro y el yen durante gran parte de 2005 reflejó el impacto positivo de la política monetaria más restrictiva aplicada por la Reserva Federal sobre los diferenciales de tipos de interés. Asimismo, otras monedas —particularmente la libra esterlina, los dólares australiano y neozelandés y la corona sueca— se debilitaron frente al dólar, tras varios años de intensa apreciación, al evolucionar sus diferenciales de tipos de interés a favor de Estados Unidos. En cambio, el dólar canadiense se apreció frente al estadounidense, mientras que su diferencial de tipos de interés se mantuvo relativamente estable.

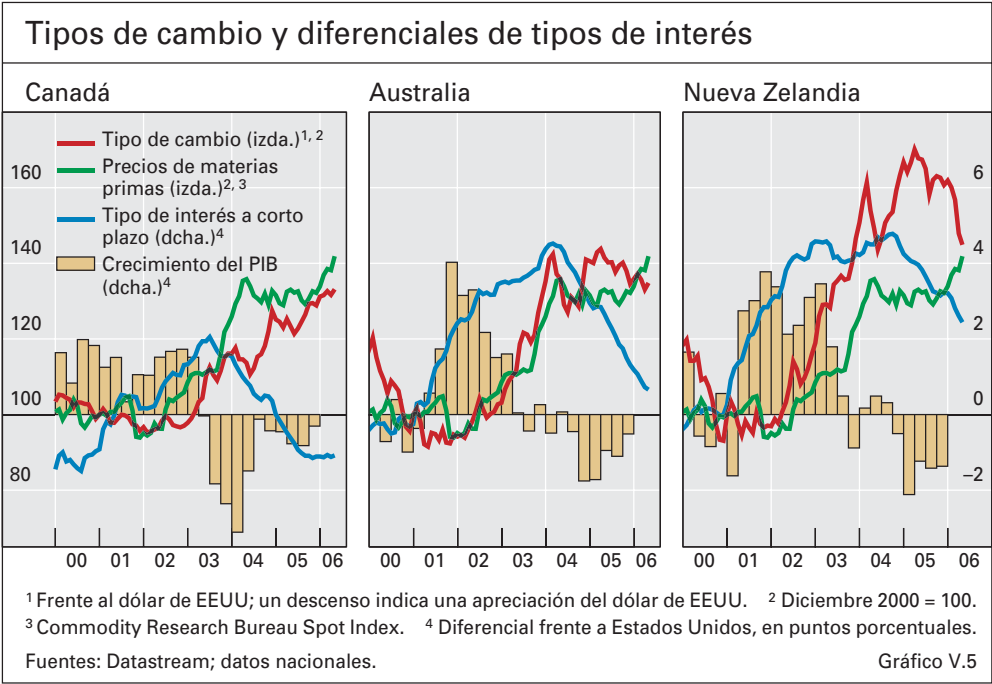
Las variaciones de los diferenciales de tipos de interés podrían haber perjudicado aún más a los dólares australiano y neozelandés, y el dólar canadiense podría no haberse apreciado, de no haber sido por los elevados precios de los productos básicos (véase el Gráfico V.5). Este encarecimiento también presionó al alza las divisas de otros países exportadores de materias primas, como Chile y Sudáfrica.

A partir de diciembre de 2005, la reversión parcial de la tendencia alcista del dólar frente al euro y el yen coincidió con un cambio de percepción sobre los ciclos de la política monetaria en las principales economías. En concreto, los agentes económicos comenzaron a esperar tipos de interés oficiales más altos en la zona del euro y Japón.

Las perspectivas de subidas de tipos de interés en Japón, unidas a la posibilidad de una apreciación asociada del yen, suscitaron particular atención, especialmente en el contexto de las operaciones de *carry trade*. Estas operaciones consisten en endeudarse en una moneda poco rentable

Los diferenciales de tipos de interés favorecieron al dólar

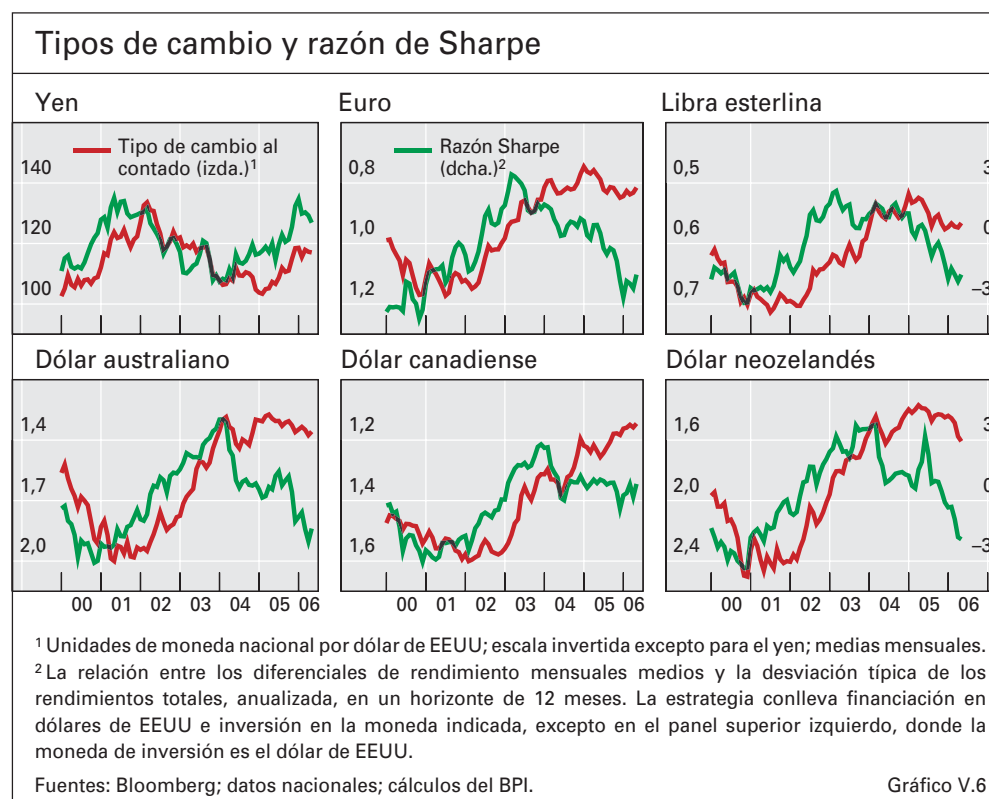
En diciembre, la atención se centró en las perspectivas de mayores tipos de interés en Japón



para invertir en otra de alta rentabilidad, suponiendo que ésta última no se depreciará tanto como para contrarrestar su ventaja en términos del diferencial de tipo de interés. Al igual que en años precedentes, estas operaciones formaron parte de las estrategias de búsqueda de rentabilidad de diversos tipos de inversionistas internacionales, aportando un importante mecanismo de conexión entre tipos de interés y tipos de cambio. Los analistas del mercado señalaron al yen y al franco suizo como las dos principales monedas de financiación de estas operaciones en 2005, mientras que el dólar pasaba de moneda de financiación a moneda de inversión conforme avanzaba el ciclo de política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Durante este periodo, la continua subida de los tipos de interés en Estados Unidos hizo que cada vez pareciera más atractiva la estrategia de endeudarse en yenes e invertir en activos denominados en dólares. Esto es, sin duda, lo que se desprendía de la razón de Sharpe, que ajusta el diferencial de rentabilidad por su volatilidad (véase el Gráfico V.6). La información del mercado también sugiere que hacia finales de año ya habían comenzado a cerrarse posiciones cortas en yenes.

El cierre de las posiciones de *carry trade* generó en ocasiones picos de volatilidad

Los efectos del cierre de posiciones de *carry trade* sobre la volatilidad en los mercados de divisas resultan difíciles de predecir y dependen, entre otros factores, de la velocidad a la que se deshacen las posiciones. En ciertos casos, su cierre gradual produjo modificaciones apreciables de los tipos de cambio sin impactos ostensibles sobre la volatilidad a corto plazo. Un claro ejemplo ha sido la lenta depreciación del dólar australiano iniciada en marzo de 2005, cuando las operaciones de *carry trade* que invertían en dicha moneda perdieron atractivo. En otros casos, sin embargo, el cierre de las posiciones de

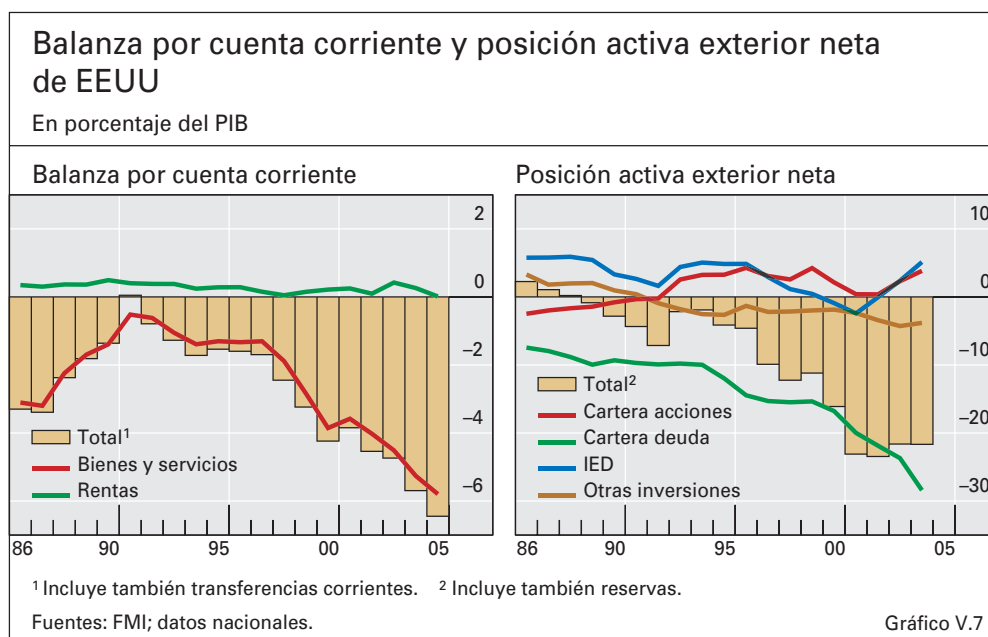


carry trade fue repentino, traduciéndose en fluctuaciones bruscas de los tipos de cambio, con efectos de contagio —aunque efímeros— en otros mercados. Hacia principios de diciembre de 2005, la apreciación del yen frente al dólar estadounidense dio lugar a un rápido cierre de posiciones largas en reales brasileños y dólares neozelandeses, con la consiguiente caída de sus cotizaciones y la alteración del precio del oro. Un ejemplo aún más llamativo de las precipitadas correcciones provocadas por el cierre de las operaciones de *carry trade* fue la acusada depreciación (un 10% en dos días) de la corona islandesa en febrero de 2006, tras la decisión de una agencia de calificación crediticia de cambiar su perspectiva sobre la calificación crediticia de Islandia. Aunque normalmente un acontecimiento de esta naturaleza no debería influir en otros mercados de divisas, el desplome de la corona islandesa se propagó en cuestión de horas a otras monedas de alta rentabilidad como las de Australia, Brasil, Hungría Nueva Zelandia y Sudáfrica, afectadas todas ellas por las operaciones de *carry trade*.

El desequilibrio externo estadounidense

El desequilibrio externo de Estados Unidos volvió a crecer en 2005. El déficit por cuenta corriente alcanzó por vez primera el 6,4% del PIB y es probable que su posición activa exterior neta haya superado el -25% (véase el Gráfico V.7). Asimismo, las rentas netas de la posición activa exterior neta, que desde mediados de la década de los 80 siempre habían sido positivas, pasaron a ser negativas en el segundo y el cuarto trimestre de 2005.

Los participantes en el mercado continuaron reaccionando ante los datos que indicaban deterioros inesperados del déficit por cuenta corriente estadounidense y, en ocasiones, también ante las sustanciales revisiones de dichos datos. Sin embargo, la posición externa de Estados Unidos suscitó, en general, menos atención que en años anteriores, como demuestra el hecho de que, durante gran parte de 2005, no sólo no mermara la disposición del sector privado a financiar este déficit por cuenta corriente,



sino que se produjera un cambio en la composición de las entradas de capital en Estados Unidos en favor del sector privado. En concreto, el peso de la inversión de cartera en renta fija y de la inversión extranjera directa (IED) aumentó sustancialmente, mientras que la proporción de los flujos de entrada financieros atribuibles a reservas oficiales disminuyeron visiblemente.

El desequilibrio externo de EEUU volvió a centrar la atención en 2006

No obstante, el desequilibrio externo de Estados Unidos volvió a centrar la atención de los mercados durante los primeros meses de 2006, a medida que el déficit comercial estadounidense alcanzaba cifras récord y arreciaban las discusiones sobre la política cambiaria de China. Parece que los desequilibrios externos también comenzaron a afectar a otras monedas: la presión vendedora que sufrió la corona islandesa a finales de febrero y principios de marzo se propagó sobre todo entre las divisas de países con elevados déficits por cuenta corriente.

Políticas cambiarias en Asia

La intervención en el mercado asiático sigue siendo determinante

La acumulación de reservas por parte de una serie de bancos centrales, especialmente asiáticos, continuó influyendo en los tipos de cambio. Sin embargo, en comparación con años anteriores, la mayor apreciación de algunas monedas asiáticas frente al dólar estadounidense indica que dicha acumulación, que se produjo a un ritmo menor de lo habitual, no logró contrarrestar por completo la mayor presión alcista procedente de los mercados de divisas (véase el Cuadro V.1).

En julio de 2005, el Banco Popular de China anunció cambios de previsible importancia en su régimen cambiario, que pueden resumirse en tres medidas básicas: la revaluación inmediata del renminbi frente al dólar en un 2 %, la continuidad del régimen de flotación controlada (que permite la fluctuación del tipo de cambio en una banda de $\pm 0,3\%$ alrededor de una paridad central anunciada diariamente) y la introducción de una cesta de monedas de referencia, sin aportar detalles sobre las ponderaciones, paridades y amplitud de la banda. El régimen existente de controles de capital en principio no se alteró.

Desde principios de 2006, las autoridades monetarias chinas han anunciado una serie de medidas encaminadas a desarrollar la infraestructura del mercado nacional de divisas, con el objetivo prioritario de evitar fluctuaciones desordenadas del renminbi cuando se le permita mayor fluctuación. La introducción de estos cambios se está llevando a cabo de manera gradual. En primer lugar, 13 bancos chinos y extranjeros han recibido autorización para operar como creadores de mercado en el mercado al contado del renminbi. En segundo lugar, se han presentado oficialmente los sistemas de negociación para los mercados organizados y no organizados (estos últimos también conocidos como OTC). Estas dos disposiciones permiten que los creadores de mercado y otros participantes cualificados para operar en el mercado al contado del renminbi en China continental, negocien directamente entre sí, y no sólo a través de un sistema centralizado de casación de órdenes, que aun así continuará funcionando en paralelo. El nuevo sistema OTC seguirá operando dentro del *China Foreign Exchange*

Trade System, bajo los auspicios del banco central. Esta ampliación de las posibilidades de negociación podría traducirse en una mayor flexibilidad del tipo de cambio. En tercer lugar, la paridad central diaria del renminbi ahora se determina como una media ponderada de las cotizaciones aportadas por los creadores de mercado antes del comienzo de la negociación el mismo día hábil, en lugar de basarse en el precio de cierre del día hábil anterior. Al eliminarse cualquier posible mecanismo de tipo de cambio fijo deslizante (*crawling peg*), la fluctuación del tipo de cambio renminbi/dólar al contado de un día hábil a otro puede ser ahora sustancial. Por último, en el marco del plan *Qualified Domestic Institutional Investor*, las autoridades han permitido a las instituciones financieras nacionales, incluidos bancos, compañías de seguros y sociedades gestoras de fondos, invertir en valores extranjeros.

El efecto de estas modificaciones en julio varió en función de la moneda. Las principales divisas se vieron ligeramente afectadas, observándose apenas una apreciación del 2% del yen frente al dólar en las horas inmediatamente posteriores al anuncio. En cambio, las repercusiones dentro de la región asiática fueron más profundas, siendo la más inmediata la decisión de las autoridades malasias de abandonar el régimen de tipo de cambio fijo del ringgit frente al dólar estadounidense para optar por un régimen de flotación controlada. Además, la mayoría de las monedas de los países emergentes asiáticos se apreciaron un 2% frente al dólar estadounidense.

Las presiones sobre el renminbi se atenuaron en los meses posteriores al cambio de régimen, de modo que el tipo de cambio renminbi/dólar se mantuvo muy estable durante varios meses. No fue sino a comienzos de 2006 cuando comenzaron a observarse indicios de que las autoridades monetarias chinas estaban dejando que el renminbi se apreciara en respuesta a nuevas presiones alcistas (véase el Gráfico V.8). Así, entre principios de 2006 y mediados de mayo de ese año, la divisa china se apreció frente al dólar alrededor de un 1%.



Rentas netas y sostenibilidad de la posición externa de Estados Unidos

Pese al incesante deterioro de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y de su posición de inversión internacional desde principios de los años 90, su balanza de rentas ha continuado registrando en términos netos un superávit relativamente estable en porcentaje del PIB, si bien en dos de los últimos cuatro trimestres se ha contabilizado un déficit (véase el Gráfico V.7). El hecho de que Estados Unidos haya seguido registrando superávit en la balanza de rentas, mientras sus pasivos frente al exterior han crecido más rápido que sus activos en el extranjero, ha servido para argumentar que la posición externa del país es más sostenible de lo que en principio podría parecer. Para arrojar más luz sobre la situación de Estados Unidos, a continuación se analiza más detalladamente este tema, utilizando las experiencias de una serie de países industrializados.

Tendencias y determinantes de las rentas netas

La balanza de rentas puede desglosarse en un efecto composición y un efecto rendimiento

En términos contables, la balanza de rentas de Estados Unidos puede desglosarse en un efecto composición y un efecto rendimiento. El efecto composición obedece básicamente a que sus activos en el extranjero se componen en gran medida de IED de alto riesgo y alta rentabilidad, mientras que una gran proporción de sus pasivos frente al exterior son inversiones de cartera en renta fija de bajo riesgo y escasa rentabilidad (véase el Cuadro V.2). El efecto rendimiento emana del amplio y persistente diferencial de rentabilidad entre la inversión directa estadounidense en el exterior y la IED en Estados Unidos.

Activos y pasivos de Estados Unidos frente al exterior, 2004					
En porcentaje					
		Inversión directa	Inversión de cartera: renta variable	Inversión de cartera: renta fija	Otras inversiones ¹
Activos ²	Proporción sobre el total	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rentabilidad	8,6	2,6	4,0	2,2
	En porcentaje del PIB	28,0	21,5	7,8	26,1
Pasivos	Proporción sobre el total	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rentabilidad	4,3	2,0	4,3	1,7
	En porcentaje del PIB	22,9	17,6	36,2	29,9
Activos netos ²	Proporción sobre el total	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rentabilidad	4,3	0,6	-0,3	0,5
	En porcentaje del PIB	5,1	3,9	-28,4	-3,8

¹ Incluye préstamos, divisas y depósitos, crédito al comercio y otras cuentas pendientes de cobro o de pago. ² Incluye activos de reserva, por lo que los porcentajes que conforman el total no suman 100.

Fuentes: FMI; cálculos del BPI.

Cuadro V.2

Durante algún tiempo, la balanza externa de Estados Unidos se ha caracterizado por tener una posición neta larga en activos de renta variable y una posición neta corta en activos de renta fija, de donde surge el efecto composición, aunque las trayectorias de estas variables fondo han presentado considerables diferencias a lo largo del tiempo (véase el Gráfico V.7). La posición neta en activos por IED ha promediado el 5% del PIB durante las tres últimas décadas, aunque con fluctuaciones sustanciales debido, sobre todo, a las variaciones de la IED recibida por Estados Unidos. En contraposición, desde mediados de la década de los 90 se ha acelerado bruscamente el ritmo al que se acumulan pasivos netos por inversiones de cartera en instrumentos de deuda. Como se expondrá más adelante, la evolución de estas tendencias probablemente sea relevante de cara al futuro.

La experiencia de diversos países sugiere que este perfil de “inversionista de riesgo”, caracterizado por posiciones netas largas en renta variable y posiciones netas cortas en renta fija, se asocia a un superávit neto persistente en la balanza de rentas en ciertas economías, en concreto en Estados Unidos, Francia, los Países Bajos y el Reino Unido (véase el Gráfico V.9). Resulta interesante que Estados Unidos y el Reino Unido sean los dos únicos países que han registrado, durante este periodo, superávits continuos en su balanza de rentas al mismo tiempo que déficits por cuenta corriente. Sin embargo, este perfil no es condición suficiente, ni necesaria, para registrar superávits en la balanza de rentas, de ahí que resulte improbable que el efecto composición pueda explicar por sí solo la estabilidad del superávit de la balanza de rentas estadounidense. Por una parte, no resulta suficiente ya que una serie de países

EEUU mantiene una posición larga en renta variable y una posición corta en renta fija...

... aunque este perfil no garantiza el superávit de la balanza de rentas

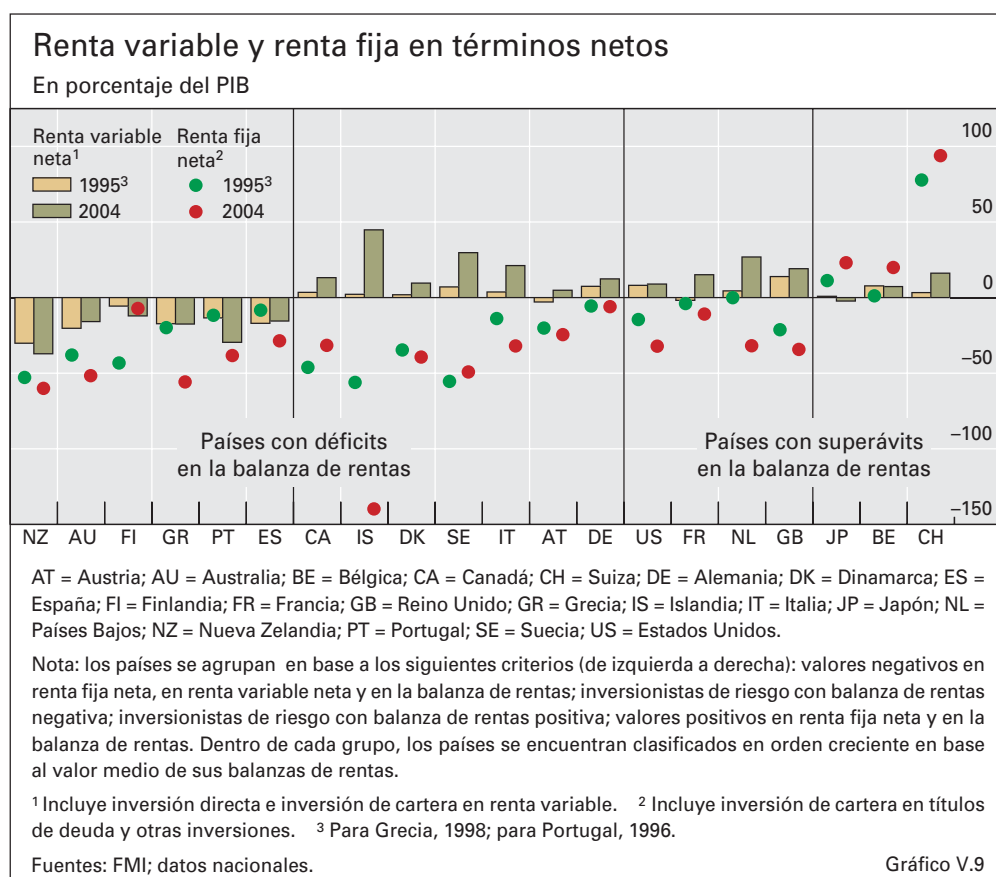


Gráfico V.9

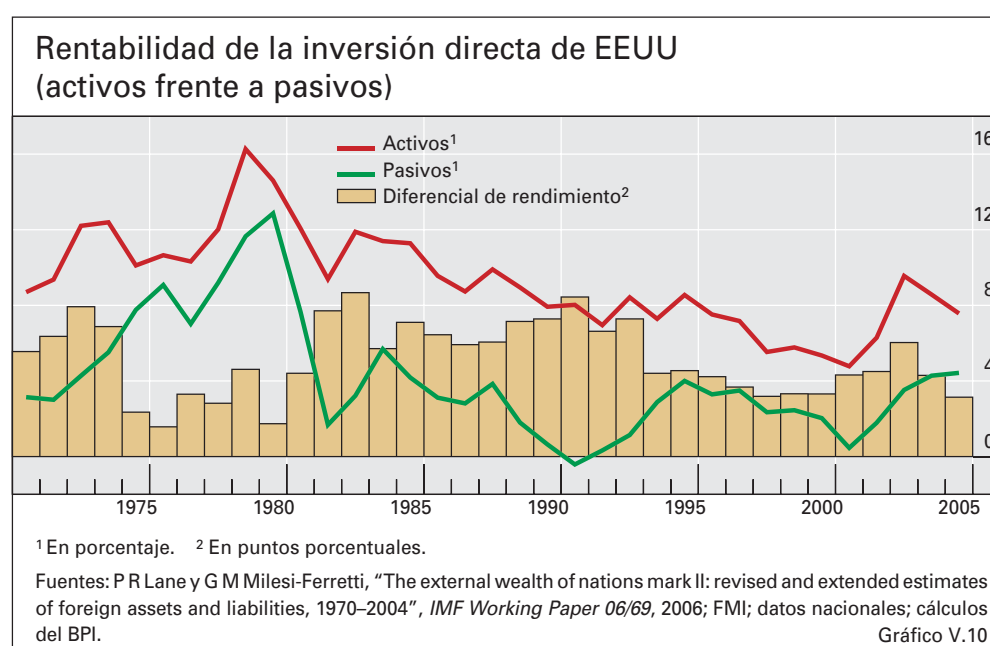
con perfil de inversionista de riesgo —por ejemplo, Canadá e Italia— han registrado déficits persistentes en sus balanzas de rentas. Por otra parte, dicho perfil no es condición necesaria puesto que algunos países, como Japón y Suiza, han registrado superávits continuos en su balanza de rentas pese a mantener posiciones netas largas en instrumentos de deuda.

Se ha sostenido que Estados Unidos goza de una ventaja en términos de rendimiento, dada la reducida rentabilidad de algunos de sus pasivos, al ofrecer éstos la liquidez y seguridad que tanto valora el comprador. Este argumento resulta especialmente relevante para las inversiones de cartera en renta fija y otras inversiones. No obstante, los diferenciales de rentabilidad entre activos y pasivos para estas categorías de inversión suelen ser bastante reducidos (véase el Cuadro V.2).

El efecto rendimiento en Estados Unidos refleja básicamente el diferencial de rentabilidad entre la inversión directa estadounidense en el exterior y la IED en el país. Desde los años 70, la rentabilidad de la inversión directa en el exterior realizada por residentes en Estados Unidos ha sido de media aproximadamente cinco puntos porcentuales superior a la obtenida por la inversión directa de no residentes en Estados Unidos (véase el Gráfico V.10).

La importancia de disfrutar de una ventaja de rentabilidad en la IED resulta también evidente en otros países con superávits en la balanza de renta. Así, entre 2000 y 2004, Francia, los Países Bajos, el Reino Unido y Suiza gozaron, en promedio, de un diferencial positivo entre las rentabilidades de sus activos y pasivos procedentes de la IED (véase el Cuadro V.3). En los casos de Francia, el Reino Unido y Suiza, los diferenciales han permanecido positivos desde inicios de la década de los 90, rondando en promedio 1, 2 y 4 puntos porcentuales, respectivamente. Cabe destacar que, en todos los países mencionados, la rúbrica de ingresos netos procedentes de los rendimientos de la IED es la que mayor contribución positiva ha realizado a la balanza de rentas en los cinco últimos años.

El efecto
rendimiento se
explica por la baja
rentabilidad de la
IED en EEUU



Inversión extranjera directa, 2000–04					
En porcentaje					
	Activos		Pasivos		Diferencia
	Proporción del total	Rentabilidad	Proporción del total	Rentabilidad	Rentabilidad
Estados Unidos	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Países Bajos ¹	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Suiza ¹	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Reino Unido ¹	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
Francia	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Suecia	43,8	5,4	27,1	5,8	–0,3
Portugal ²	13,5	3,5	16,3	4,1	–0,6
España ¹	29,6	3,6	23,4	4,2	–0,6
Alemania ¹	18,3	2,1	16,8	3,0	–1,0
Dinamarca	26,5	5,4	23,9	6,5	–1,1
Italia	15,9	2,1	11,0	3,6	–1,5
Grecia	10,2	1,2	10,0	2,6	–1,5
Austria ¹	12,4	7,1	11,3	9,1	–2,0
Islandia ¹	20,4	13,1	6,3	15,3	–2,2
Australia	38,7	5,4	27,6	7,5	–2,2
Japón	9,5	5,0	3,9	7,5	–2,4
Finlandia ¹	27,8	8,4	11,9	11,5	–3,0
Canadá ¹	44,4	3,9	31,0	7,5	–3,6
Nueva Zelandia	21,3	2,4	34,1	8,8	–6,4
Irlanda ³	5,9	8,8	15,6	19,3	–10,5

¹ En estos países, los activos y pasivos por inversión extranjera directa se registran a su valor contable y no a su valor de mercado. En el caso de Estados Unidos, Francia y Suecia se han utilizado datos nacionales y la relación entre el valor de mercado y el valor contable oscila entre 1,25 y 1,75, por lo que la rentabilidad de los activos y pasivos de estos países podría haberse sobrestimado en un factor situado en este intervalo. ² En estos países, los saldos se valoran a su coste corriente. ³ 2002–04.

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.3

Cuatro motivos básicos se han expuesto a la hora de explicar por qué la rentabilidad de la inversión directa realizada por residentes estadounidenses en el exterior es superior a la de la IED en Estados Unidos: el riesgo de la inversión directa estadounidense en el extranjero excede el de la IED en Estados Unidos; los activos que componen la IED estadounidense en el exterior están vinculados a activos intangibles relativamente más intensivos en conocimiento, como la propiedad intelectual y la imagen de marca (“materia oscura”) que, pese a escapar a las mediciones, generan rentas; por término medio, la IED en Estados Unidos es relativamente reciente; y, por último, las empresas cuentan con incentivos fiscales para minimizar los beneficios contabilizados por sus filiales en Estados Unidos.

Existe poca evidencia de que Estados Unidos perciba una prima de riesgo en los activos de su IED por estar dirigida a países de mayor riesgo. Una razón es que la mayoría de los flujos por IED se realiza entre Estados Unidos y países con calificación crediticia similar: más del 50% de la inversión directa estadounidense en el exterior se localiza en Europa, con un 15% adicional en Australia, Canadá y Japón. En la dirección inversa, más del 70% de la IED en Estados Unidos procede de Europa. Además, no parece que Estados Unidos

Cuatro explicaciones básicas a este diferencial:

mayor riesgo de la inversión directa estadounidense en el exterior...

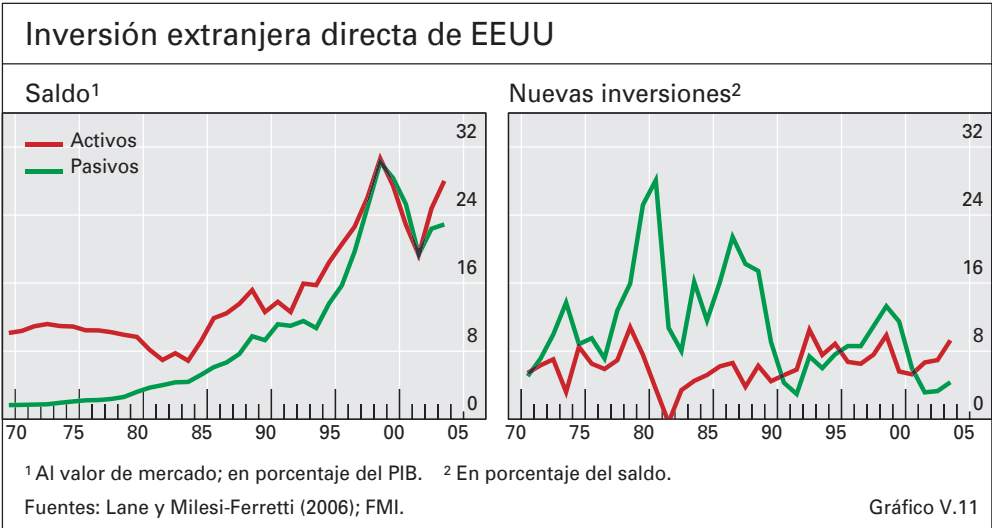
... la "materia oscura"...

... la madurez relativa de los activos y pasivos de la IED...

perciba mayor rentabilidad por sus activos localizados en países con calificaciones inferiores para la deuda soberana. Asimismo, la rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior no parece ser más volátil ni de mayor riesgo que la rentabilidad de la IED en Estados Unidos.

La explicación de la materia oscura ha suscitado recientemente una enorme atención a la hora de indagar en los motivos de la elevada rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior. Sin embargo, la evidencia internacional sugiere que es más relevante averiguar a qué obedece la baja rentabilidad percibida por los inversionistas extranjeros en Estados Unidos (véase el Cuadro V.3). La rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior se sitúa, en efecto, en la parte alta de la escala, en comparación con los rendimientos percibidos por otros países, más si se tiene en cuenta que en algunos países los saldos de IED se registran por su valor contable, y no por su valor de mercado, lo cual suele conducir a una sobrevaloración de los rendimientos. Aún así, lo que mejor se desprende de la comparación internacional es que la principal anomalía es la rentabilidad relativamente baja de la IED en Estados Unidos, aun teniendo en cuenta las citadas dificultades de medición. Este aspecto se confirma con la evidencia microeconómica, que muestra que la rentabilidad obtenida por los inversionistas extranjeros en Estados Unidos también es baja en comparación con la que perciben las empresas norteamericanas por sus inversiones internas.

Diversas pruebas avalan la teoría de que los beneficios generados por nuevas inversiones crecen con el tiempo y que la IED en Estados Unidos es relativamente reciente si se compara con la inversión directa estadounidense en el exterior. Datos a nivel de empresa indican que los beneficios de las compañías de capital extranjero que operan en Estados Unidos aumentan con el paso del tiempo hasta niveles cercanos a los de las empresas estadounidenses locales, reflejo de una relación general positiva entre los beneficios obtenidos y la antigüedad de la inversión, captada en estudios microeconómicos. Además, ha quedado ampliamente demostrado que, al menos hasta la década de los 80, el saldo de la inversión directa estadounidense en el exterior databa de fechas anteriores al correspondiente



saldo de IED en Estados Unidos (véase el Gráfico V.11), algo que podría explicarse en parte por la inversión estadounidense en Europa tras la Segunda Guerra Mundial. Por otra parte, el rápido incremento en los años 80 de nuevas inversiones en el saldo de IED en Estados Unidos indica que la antigüedad media de dicho saldo podría haber disminuido, con lo que el diferencial de rentabilidad parece haberse ampliado durante el periodo.

A partir de los años 80, el saldo de activos y pasivos ha ido creciendo a tasas muy similares, lo que sugiere que la antigüedad media de la IED en Estados Unidos debería estar convergiendo con la de la inversión directa estadounidense en el exterior, lo que implicaría un estrechamiento en el diferencial de rentabilidad. Aunque el diferencial de rentabilidad ha disminuido hasta niveles próximos a su promedio histórico, no hay indicios de que siga reduciéndose, lo que pone de relieve que la madurez de las inversiones sólo explicaría en parte el diferencial de rentabilidad. Además, no parece haber una relación sólida entre la rentabilidad y la antigüedad de los saldos de IED, utilizando datos de sección cruzada de países.

... y el arbitraje impositivo

Los tramos del impuesto de sociedades podrían incentivar a las empresas de capital extranjero radicadas en Estados Unidos a desviar sus beneficios al exterior, con lo que declararían menos flujos de rentas por su IED en Estados Unidos. Los beneficios de la filial estadounidense de una compañía extranjera podrían pasarse a su sociedad matriz, por ejemplo, pagando precios elevados al importar desde su matriz o cobrando precios reducidos al exportar a ella. El uso de esta transferencia de precios entre empresas del mismo grupo reduciría el importe declarado de los flujos de rentas percibidos por los propietarios de la IED en Estados Unidos, al tiempo que incrementaría el valor del comercio intragrupo de bienes y servicios. Por consiguiente, no existirían efectos netos sobre la balanza por cuenta corriente.

En algunos aspectos, esta cuarta hipótesis parece explicar en parte dicha situación. Aunque apenas hay pruebas directas sobre el uso de estos precios de transferencia para minimizar la carga impositiva, la evidencia sugiere su utilización en las empresas. Además, los incentivos para que las empresas de capital extranjero radicadas en Estados Unidos traspasen beneficios a sus sociedades matrices parecen haber aumentado con el tiempo. Desde finales de los años 80, el gravamen medio para el impuesto de sociedades en el conjunto de los países industrializados se ha ido reduciendo progresivamente, mientras que en Estados Unidos se ha mantenido prácticamente constante, siendo en la actualidad uno de los más elevados. En términos bilaterales, la diferencia entre los tramos del impuesto de sociedades puede ser muy amplia y suele señalarse como uno de los factores que explican el rápido aumento de los flujos de entrada de IED en países como Irlanda. Por último, hay pruebas de que los beneficios reinvertidos declarados, que son un componente fundamental de las rentas obtenidas por las inversiones directas estadounidenses en el exterior pero no de las rentas de IED en Estados Unidos, dependen en cierta medida de consideraciones impositivas.

En resumen, a pesar de que la rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior es elevada, la ventaja de la que goza la IED de

Estados Unidos se basa fundamentalmente en que los extranjeros parecen estar obteniendo menos rentabilidad por sus inversiones directas en ese país. Las dos explicaciones más plausibles de este hecho descansan en que la IED en Estados Unidos es relativamente reciente y en que hay incentivos impositivos para minimizar los beneficios declarados en Estados Unidos. No obstante, los datos disponibles no permiten cuantificar la importancia relativa de estos dos factores.

La sostenibilidad de la posición externa estadounidense

No es probable que la balanza de rentas mantenga su superávit

Cabe preguntarse si es probable que, en el futuro, el deterioro de la posición externa estadounidense por su elevado déficit comercial quede compensado por el superávit de su balanza de rentas y por los efectos de valoración positivos. Los dos trimestres de 2005 en los que la balanza de rentas fue

Posición de EEUU frente al exterior						
En porcentaje del PIB (rentabilidad en porcentaje)						
	2005 ¹	Escenarios para 2010				
		1	2	3	4	5
Supuestos						
Balanza comercial	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
Rentabilidad de:						
Activos IED	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
Pasivos IED	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
Activos inversión de cartera en renta variable	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Pasivos inversión de cartera en renta variable	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Activos renta fija ²	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
Pasivos renta fija ²	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
Resultados						
Balanza de rentas	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Posición acreedora neta frente al exterior	-26,8	-51,3	-37,9	-53,7	-53,6	-43,2
Activos	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Pasivos	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
IED	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
Inversión de cartera en renta variable	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
Renta fija ²	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5
<p>Nota: Al asumir que los saldos de activos y pasivos aumentan según lo hace el PIB nominal se asegura que la relación entre estos saldos y el PIB permanece constante, <i>ceteris paribus</i>. Sin embargo, este supuesto no garantiza la ecuación contable según la cual la posición neta en activos de un periodo coincide con la del periodo anterior más el saldo de la balanza por cuenta corriente y los efectos de valoración. Así pues, para que dicha condición se cumpla, la diferencia entre las posiciones netas en activos frente al exterior obtenidas con el supuesto de referencia y la relación contable en cada periodo se suma a la posición neta de referencia en activos exteriores. En concreto, esta diferencia se asigna a las cuatro clases de pasivo en proporción a su participación en el total de pasivos en 2004. Si se hubiera utilizado una asignación diferente, la evolución de la balanza de rentas sería distinta.</p> <p>¹ Datos actuales para la balanza comercial, la balanza de rentas y la rentabilidad de los activos y pasivos por inversión extranjera directa. El resto de rentabilidades se basa en valores de 2004.</p> <p>² Incluye inversión de cartera en renta fija y otras inversiones.</p> <p>Fuente: cálculos del BPI.</p>						

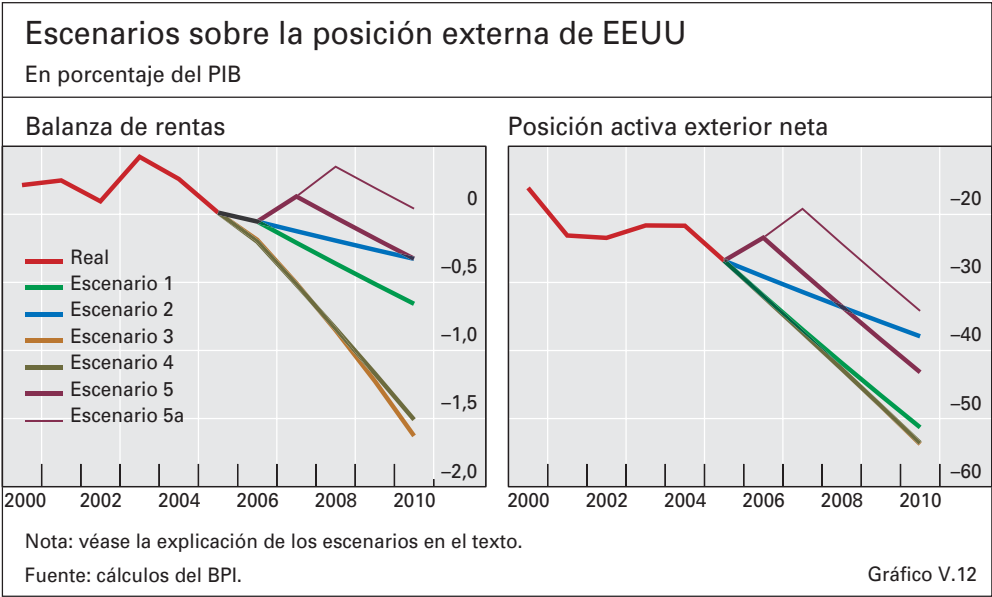
Cuadro V.4

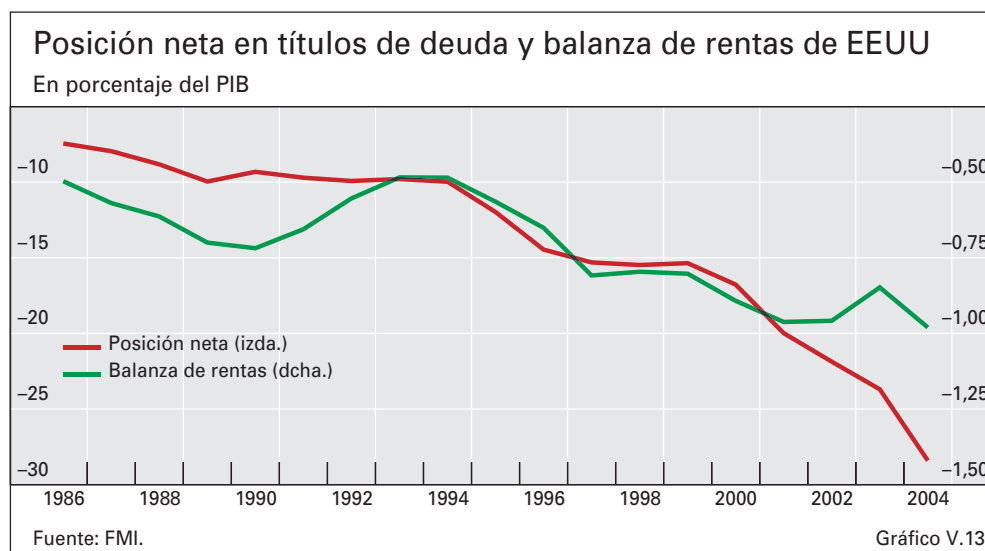
negativa sugieren que la posición externa estadounidense podría estar cerca del punto en que los ingresos percibidos por rentas de los activos no sean suficientes para compensar los pagos realizados por rentas. La respuesta a la cuestión planteada depende, en términos más generales, de la evolución de los saldos activos y pasivos exteriores, de la trayectoria de sus rentabilidades y del grado en que las fluctuaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos se traduzcan en efectos de valoración. El análisis de cinco escenarios diferentes permitirá examinar a continuación cómo afecta cada uno de estos factores a la posición externa neta y a la balanza de rentas.

Como punto de partida del análisis, el primer escenario presupone que las cifras de la balanza comercial, la balanza de transferencias corrientes y la remuneración de los asalariados —en porcentaje del PIB— permanecen constantes en sus valores de 2005 y que las rentabilidades no varían (véase el Cuadro V.4). Se asume que el PIB nominal de Estados Unidos crece al 5,5% anual, cifra cercana al crecimiento medio durante los últimos diez años. También se asume que el saldo de activos y pasivos exteriores crece según lo hace el PIB nominal. Además, se han realizado ajustes para garantizar que las variaciones en la posición neta en activos frente al exterior son consistentes con el valor de la balanza por cuenta corriente en cada periodo. El resultado de este primer escenario es que la posición deudora neta agregada frente al exterior pasa de representar menos del 25% del PIB en 2004, hasta situarse por encima del 50% en 2010 (véase el Gráfico V.12). La balanza neta de rentas pasaría a registrar déficit a partir de 2006, alcanzando el 0,7% del PIB en 2010.

El segundo escenario analiza la sensibilidad de la posición externa estadounidense a una mejora del déficit comercial, que constituye la rúbrica predominante en el déficit por cuenta corriente. Se asume que el déficit comercial disminuye desde el 5,8% hasta el 3% del PIB en 2006 y posteriormente permanece constante. Esta modificación tiene un efecto de primera magnitud: en comparación con el primer escenario, el deterioro de

Importancia de la trayectoria del déficit comercial





la posición deudora neta frente al exterior es más lento y no llega a superar el 40% del PIB en 2010. También se observa una mejora en la balanza de rentas, que llegaría al -0,3% del PIB en 2010.

El tercer escenario examina cómo afecta a la posición externa las variaciones de la rentabilidad a raíz de cambios en los tipos de interés. En periodos en los que los tipos de interés oficiales se sitúan por debajo de su promedio, los pagos por rentas suelen crecer menos rápido que el saldo de los pasivos por inversiones de cartera en renta fija (véase el Gráfico V.13). En cambio, durante un ciclo monetario contractivo, como el iniciado a mediados de 2004 en Estados Unidos, es probable que aumente la rentabilidad en esta categoría de activos. Además, es previsible que acabe desapareciendo la presión bajista sobre las rentabilidades procedente de la elevada demanda de activos líquidos y seguros por parte de los bancos centrales asiáticos.

A diferencia del primer escenario, en el tercero se permite que las rentabilidades de los activos y pasivos de renta fija aumenten 0,4 puntos porcentuales cada año hasta 2010. La modificación introducida descansa en la correlación histórica entre los tipos de interés estadounidenses y las rentabilidades de los pasivos por inversiones de cartera en renta fija, así como en los aumentos observados hasta ahora en el tipo de interés de los fondos federales. Los resultados obtenidos sugieren que un aumento en la rentabilidad de la deuda tiene un efecto negativo significativo en la balanza de rentas, situando su déficit en el 1,6% del PIB en 2010 —frente al 0,7% del primer escenario—, y acentúa el deterioro de la posición neta en activos frente al exterior.

El cuarto escenario ilustra el efecto que tendría un cambio en la evolución de las rentabilidades de la IED. El análisis precedente sugiere la existencia de dos factores que podrían ser fundamentales para la rentabilidad de la IED en el futuro. El primero de ellos es que la antigüedad del saldo de la IED en Estados Unidos cada vez es mayor, con lo que podría aumentar la rentabilidad de sus pasivos. El segundo factor radica en el incremento paulatino del tipo impositivo para sociedades en Estados Unidos en comparación con

Importancia de la evolución de las rentabilidades

el resto de países industrializados. Ello implicaría que los incentivos para traspasar beneficios desde Estados Unidos hacia el exterior están, en todo caso, aumentando, pudiendo inducir un efecto negativo que contrarreste la rentabilidad de la IED en ese país. Dado que este análisis no ofrece una indicación inequívoca de la evolución probable de las rentabilidades de la IED, se asume, en un escenario adverso, que éstas convergen gradualmente hacia el 6%, valor medio de la rentabilidad de los activos y pasivos en 2005 y cercano asimismo a la rentabilidad media de los activos estadounidenses por IED entre 2000 y 2004. La simulación realizada arroja deterioros de la balanza de rentas y de la posición neta en activos frente al exterior similares a los del tercer escenario.

El quinto escenario estudia cómo afecta a la posición externa de Estados Unidos los efectos de valoración. A diferencia de lo que ocurre con los pasivos exteriores de muchos otros países, los de Estados Unidos se encuentran casi en su totalidad denominados en moneda nacional, mientras que dos tercios de sus activos exteriores se denominan en moneda extranjera: aproximadamente una cuarta parte de ellos en euros, otro tanto en otras monedas europeas como la libra esterlina y el franco suizo, y una cuarta parte en dólares canadienses, monedas de países del Caribe y yenes. Este desajuste cambiario entre activos y pasivos, unido al grado de apalancamiento de su posición externa, hace que las fluctuaciones de los tipos de cambio puedan generar importantes efectos de valoración. Históricamente, Estados Unidos se ha beneficiado de dichos efectos, de tal modo que su posición neta en activos frente al exterior se ha deteriorado en menor medida de lo que cabría esperar exclusivamente a partir de su balanza por cuenta corriente.

Los efectos de valoración también podrían ser relevantes

En este escenario se asume que, debido a un efecto de valoración, los activos exteriores en porcentaje del PIB se incrementan un 10% en 2006. A falta de estimaciones precisas, existen al menos dos variables que dan una idea aproximada de la posible magnitud de las fluctuaciones de los tipos de cambio que podrían traducirse en un efecto de valoración de tales dimensiones. En primer lugar, el hecho de que las dos terceras partes de los activos se denominen en divisas indica que una depreciación uniforme del dólar estadounidense en un 15% frente a esas monedas sería consistente con el efecto de valoración supuesto, *ceteris paribus*. En segundo lugar, las correlaciones históricas apuntan a que un incremento de los activos del 10% estaría asociado con una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense en torno al 25%.

Este escenario demuestra que un efecto de valoración positivo tiene un impacto puntual favorable sobre la posición externa de Estados Unidos en comparación con el primer escenario. Aunque su ritmo de deterioro es más rápido, la balanza de rentas presenta en 2010 un resultado semejante al del segundo escenario, que asume una reducción del déficit de la balanza comercial del 3% del PIB. Sin embargo, para 2010, la posición neta en activos del quinto escenario se deteriora bastante más que en el segundo. El escenario 5a muestra el impacto que tendrían en 2006 y 2007 efectos de valoración consecutivos del 10%. Los resultados de este supuesto son lo suficientemente significativos como para asegurar que la balanza de rentas

permanece en superávit hasta 2010 y que la relación de los activos exteriores netos frente al PIB sólo se deteriora en un 10% entre 2006 y 2010.

En resumen, la condición más importante para que mejore la posición externa de Estados Unidos sería la corrección de su balanza comercial, lo cual aminoraría el ritmo de deterioro de su posición neta en activos frente al exterior. Los efectos de valoración positivos asociados con una depreciación del dólar también podrían ser relevantes, aunque su impacto sería puntual. Por ello, a menos que se repitieran, estos efectos tan sólo retrasarían el deterioro de la posición externa, sin llegar a anularlo permanentemente. Las variaciones en las rentabilidades también influyen significativamente en la balanza de rentas y en la posición neta frente al exterior. Sin embargo, dada la relación histórica entre los tipos de interés y la rentabilidad de la renta fija, es probable que sus efectos empeoren aún más la posición externa, en lugar de mejorarla.

VII. El sector financiero

Aspectos más destacados

La situación general del sector financiero en las economías industrializadas no experimentó cambios significativos durante el periodo analizado. La mayoría de las líneas de negocio continuó mejorando sus resultados, gracias al crecimiento de la demanda de crédito y de otros servicios relacionados con la actividad en el mercado de capitales, así como a la abundante provisión de liquidez y a las muy favorables condiciones crediticias. En aquellos casos en los que los riesgos se materializaron, las instituciones consiguieron salir airoso. Los excedentes de capital parecen suficientes para absorber los efectos de una eventual evolución adversa en el futuro inmediato.

Las fuentes potenciales de vulnerabilidad siguen inseparablemente vinculadas a la futura evolución macroeconómica y al ritmo de ajuste de los desequilibrios financieros. Han aparecido indicios que apuntan a la desaceleración de determinados tipos de actividad y al aumento de los riesgos en otros. Las instituciones financieras continúan expuestas a los riesgos habituales asociados con un probable retorno de los tipos de interés a niveles más normales y con un posible cambio de tendencia en el ciclo crediticio. Las entidades bancarias han visto intensificarse su exposición al riesgo inmobiliario y una eventual desaceleración del crecimiento del crédito podría poner en riesgo sus beneficios futuros.

En conjunto, es probable que los próximos años representen un mayor desafío para el sector financiero que los que acabamos de dejar atrás. Esto no hace sino incrementar la necesidad de gestionar adecuadamente los riesgos y de prepararse para afrontar tensiones tanto previstas como imprevistas. La gestión de riesgos para el sistema financiero en su conjunto depende fundamentalmente de la calidad de la información de que dispongan los agentes del mercado sobre la situación financiera de entidades comparables y contrapartes. El fortalecimiento del sistema financiero pasa por una relación fluida entre la normativa contable, las prácticas de gestión del riesgo en cada entidad y el marco prudencial. En el último apartado de este capítulo se analizan estas cuestiones con cierta profundidad.

Resultados del sector financiero

En el ejercicio analizado, las entidades financieras continuaron, en general, mejorando sus resultados. Salvo contadas excepciones, la rentabilidad se mantuvo elevada y los sectores que afrontaron circunstancias adversas consiguieron superarlas sin demasiadas tensiones. Sin embargo, la constante intensificación de la competencia provocó nuevas reducciones de los

márgenes, que quedaron contrarrestadas por el rápido crecimiento en los volúmenes de negocio. Ahora bien, este crecimiento, podría ser vulnerable a cambios en el entorno macroeconómico.

Banca comercial

Cuantiosos beneficios pese a la reducción de los márgenes de intermediación

Las entidades bancarias de la mayoría de las regiones obtuvieron buenos resultados, continuando así con la tendencia de los últimos años. Los márgenes financieros se estrecharon aún más como consecuencia de las presiones competitivas y del aplanamiento de las curvas de rendimientos, sobre todo en Estados Unidos. El aumento de los ingresos por intereses se debió, por tanto, al rápido crecimiento del crédito, que compensó la reducción de los márgenes. La rentabilidad sobre activos apenas varió, debido en gran medida a los menores gastos de explotación y a la escasa dotación de provisiones, mientras que la contribución de los ingresos distintos de intereses permaneció estable (véase el Cuadro VII.1).

Los bancos estadounidenses registraron beneficios récord en 2005, con una rentabilidad medida sobre activos y sobre recursos propios ligeramente inferior a sus máximos históricos de 2003. Los principales bancos europeos también obtuvieron elevadas rentabilidades, si bien resulta difícil hacer comparaciones intertemporales al haberse aplicado por primera vez las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a la mayoría de las cuentas anuales. Aunque esta transición afectó a algunos epígrafes de las cuentas presentadas, incluyendo los márgenes financieros, los préstamos de dudoso cobro y los recursos propios, no parece que haya provocado demasiada volatilidad en los estados financieros.

Rentabilidad de los principales bancos¹

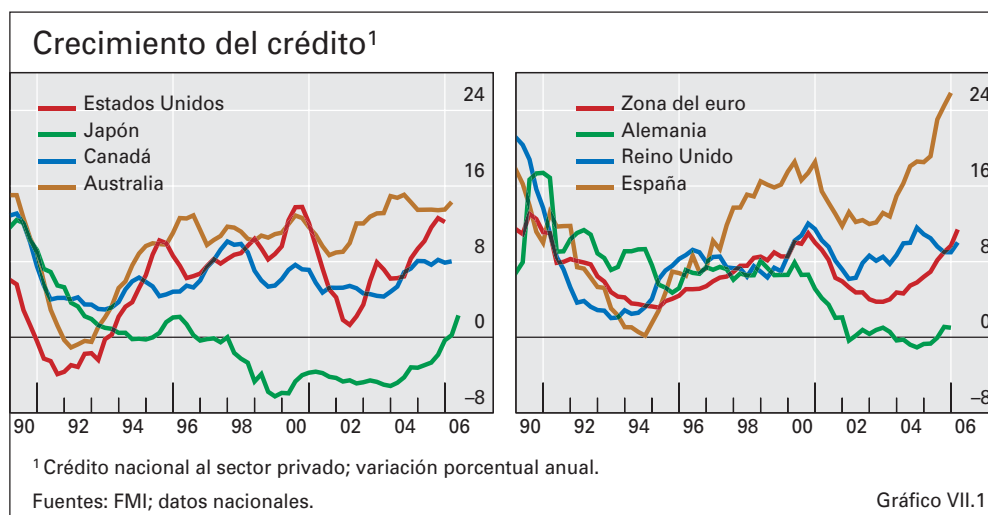
En porcentaje de los activos totales medios

	Beneficio antes de impuestos			Dotación de provisiones			Margen de intermediación			Gastos de explotación		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Estados Unidos (12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Canadá (5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Japón ² (15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australia (4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Reino Unido ³ (9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Suiza ^{3, 4} (5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Suecia ³ (4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Austria ³ (3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Alemania ^{3, 4} (9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
Francia ^{3, 4} (7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italia ³ (6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Países Bajos ^{3, 4} (4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
España ^{3, 4} (5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

¹ Entre paréntesis, número de bancos incluidos. ² Para 2005, cocientes anualizados a partir de informes bancarios para el primer semestre. ³ Las cifras de 2005 se basan en las NIIF. ⁴ Datos preliminares para 2005.

Fuente: Fitch Ratings.

Cuadro VII.1



El negocio minorista continuó siendo vital para los buenos resultados financieros de las entidades bancarias. En muchos países, el aumento de los préstamos se concentró en el ramo hipotecario. En Francia y España, el rápido crecimiento de los créditos hipotecarios impulsó los ingresos en un contexto caracterizado por el auge del mercado inmobiliario. Asimismo, la gestión de activos y la venta de productos de pensiones y de seguros contribuyeron a la mejora de los ingresos distintos de intereses. La continua expansión del negocio minorista mostró pocos indicios de desfallecimiento e incluso podría ampliarse en países donde el endeudamiento personal continúa siendo relativamente bajo, como en Italia.

Crecimiento del negocio minorista...

El ritmo de crecimiento del crédito varió por países, ofreciendo una impresión de conjunto bastante heterogénea (véase el Gráfico VII.1). Los países con un débil crecimiento crediticio experimentaron cierta mejora, mientras que otros, como Australia, Canadá y el Reino Unido, registraron una ligera desaceleración. La robusta tasa de crecimiento del crédito del 11% en la zona del euro esconde diferencias sustanciales entre los distintos países. Mientras que en Alemania la concesión de préstamos apenas varió, en España se aceleró hasta incluso dificultar su financiación mediante depósitos, todo ello en un contexto de sólido crecimiento bancario tanto en el ámbito nacional como en América Latina. El crédito a empresas tomó impulso a ambos lados del Atlántico. Las condiciones de financiación para las empresas se relajaron, mientras que apenas cambiaron para las familias. En Estados Unidos, los préstamos empresariales e hipotecarios aumentaron a la par, si bien el crédito al consumo se desaceleró.

... y de la demanda de crédito

En lo que respecta a los costes, los bancos continuaron cosechando los beneficios de la reestructuración y la racionalización llevadas a cabo en etapas anteriores, mientras que el favorable entorno crediticio contribuyó a reducir aún más el porcentaje de préstamos morosos, sobre todo en el segmento comercial e hipotecario. En consecuencia, las provisiones sobre préstamos dudosos se redujeron hasta niveles históricamente bajos en varios países, ya que los bancos no se vieron afectados por ningún evento de crédito destacable. De hecho, desde 2004 no se han registrado quiebras bancarias en

Reducidos costes crediticios

Estados Unidos, el periodo más largo en los últimos 70 años. La diversificación entre países y líneas de negocio ayudó a las entidades bancarias a superar retos como desastres naturales, litigios y el aplanamiento de la curva de rendimientos. Las pérdidas crediticias en Estados Unidos se concentraron en gran medida en la financiación al consumo, en especial mediante tarjetas de crédito. Los cambios legislativos en materia de quiebras sólo explican en parte el sustancial aumento de solicitudes de declaración de quiebra personal a finales de 2005, ya que la situación financiera de los consumidores parece estar alcanzando en general niveles preocupantes. El ciclo crediticio ya da muestras de haber cambiado de tendencia en el Reino Unido. La subida de los tipos de interés y el encarecimiento de los servicios públicos, unidos al enfriamiento del mercado inmobiliario, hicieron mella en los consumidores británicos, que presentan un elevado endeudamiento. El número de quiebras personales aumentó, provocando con ello un incremento de los pagos en mora y de las provisiones de los bancos para la financiación al consumo, incluidas tarjetas de crédito. Sin embargo, es previsible que la rentabilidad, eficiencia y diversificación de los bancos británicos les permita hacer frente a un eventual deterioro.

Mejora de los
balances en Japón

Los bancos japoneses se beneficiaron de la reducción de costes relacionados con créditos. Con la mejor rentabilidad que se recuerda en los últimos tiempos, las entidades japonesas pasaron página después de más de una década de debilidad. Los menores gastos por préstamos dudosos permitieron situar el resultado neto en territorio positivo, al tiempo que la mejora en la situación de las empresas ayudó a aliviar el problema de los préstamos morosos. El cociente entre este tipo de préstamos y los activos totales siguió reduciéndose en los principales bancos. Los beneficios no distribuidos también mejoraron la calidad de los fondos propios, reduciéndose el porcentaje de fondos públicos en el capital de primera categoría (Nivel 1), por debajo del 20%. La vuelta a la rentabilidad estuvo propiciada por las plusvalías latentes en renta variable, que previsiblemente compensarán las eventuales pérdidas en las carteras de renta fija en el supuesto de subidas de tipos de interés (véase el Capítulo IV). Aún más importante, la amplia recuperación económica presagia el regreso de la rentabilidad a la inversión crediticia, como apunta el hecho de que el crecimiento de los créditos fuera positivo por primera vez desde 1994.

Consolidación en
Europa

Los intentos de expansión a través de la banca minorista y la promesa de eficiencia de costes asociada al mayor tamaño de los bancos han mantenido el interés por la consolidación en el sector bancario. La oleada previa de consolidación interna entre los mayores bancos de Estados Unidos dio paso a operaciones entre entidades pequeñas y medianas centradas en la consecución de una mejor diversificación geográfica. Los cambios en el panorama competitivo europeo fueron más heterogéneos. En Francia y Alemania continuó la integración de pequeños bancos minoristas nacionales en redes cooperativas. Sin embargo, lo novedoso fue el número de operaciones transfronterizas de mayor magnitud, que en muchos casos estuvieron protagonizadas por bancos italianos, ya fuera como adquirentes o

adquiridos, aunque en algunas de ellas participaron también bancos de la periferia de la zona del euro.

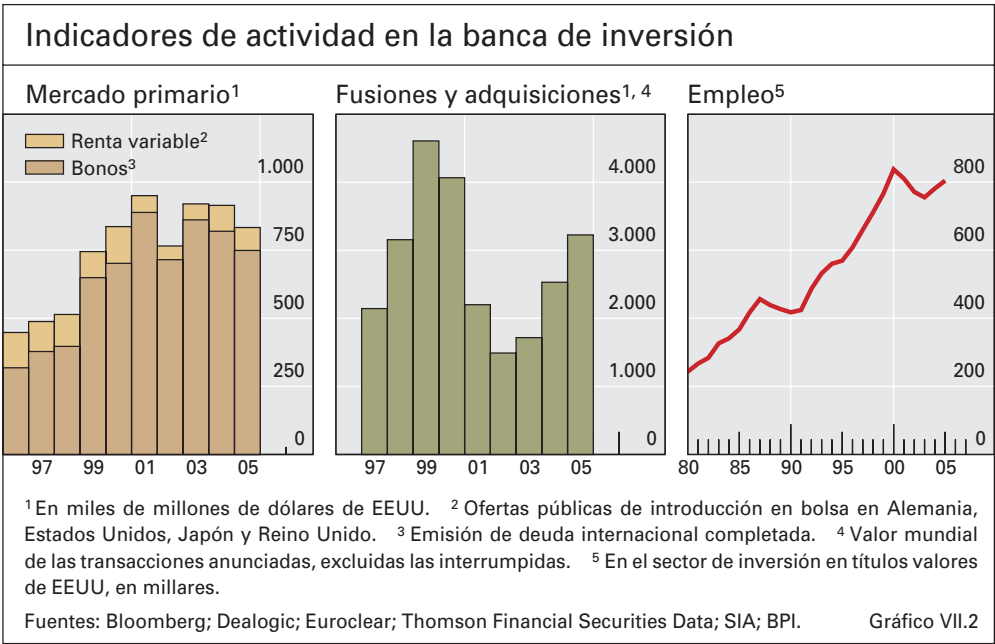
Banca de inversión

La banca de inversión registró excepcionales resultados el pasado año. La rentabilidad sobre recursos propios se situó en una banda comprendida entre el 15% y el 30%, lo que refleja los beneficios inusualmente elevados obtenidos en varias líneas de negocio. Además de los ingresos tradicionales de la banca de inversión, muchas entidades lograron considerables beneficios de negociación. Las actividades de inversión se vieron impulsadas principalmente por el auge de las fusiones y adquisiciones (véase el Gráfico VII.2 y el Capítulo VI), que a su vez contribuyó tanto al negocio de asesoramiento como al de colocación de bonos, necesarios ambos para financiar este tipo de operaciones. Los analistas prevén que este segmento mantenga su vigor en vista del nivel de beneficios del sector empresarial y de las posibles operaciones proyectadas, en las que parece que se está incrementando tanto el tamaño como la tolerancia al apalancamiento.

Las fusiones y adquisiciones aumentaron los beneficios

Las comisiones por colocación y asesoramiento en fusiones y adquisiciones se concentraron en los principales bancos de inversión, quienes además financiaron mediante préstamos con pacto de recompra (*repo*) inversiones de mayor calado que en años anteriores. La pujanza de la negociación con materias primas y valores relacionados con la energía, así como el negocio ligado a las actividades de los fondos de capital inversión (*private equity funds*), proporcionaron nuevas e importantes fuentes de ingresos. Los bancos de inversión también aprovecharon otras líneas de negocio, como la suscripción de instrumentos de crédito y la oferta de servicios de intermediación a fondos de cobertura o inversión libre (*hedge funds*). Este sector está inmerso en un proceso de expansión, contratando

Expansión



activamente personal para compensar así buena parte de los recortes llevados a cabo a principios de la década.

Fondos de cobertura o inversión libre

Tras un periodo de rápido crecimiento en la primera mitad de esta década, el sector de fondos de cobertura o inversión libre (*hedge funds*) vivió el año pasado la otra cara del éxito. Los resultados de sus inversiones financieras disminuyeron y se redujeron las nuevas inversiones, mientras que el interés de los inversionistas institucionales por este tipo de activos dio lugar a nuevos cambios en los marcos operativos.

En 2005, la rentabilidad cayó en toda la gama de estrategias de inversión de estos fondos, lo que refleja la creciente saturación de un sector en el que numerosos gestores tratan de explotar un conjunto limitado de oportunidades de inversión rentables (véase el Gráfico VII.3). Otro indicio de esta saturación fue el estrechamiento en las bandas de resultados entre diversas estrategias de inversión.

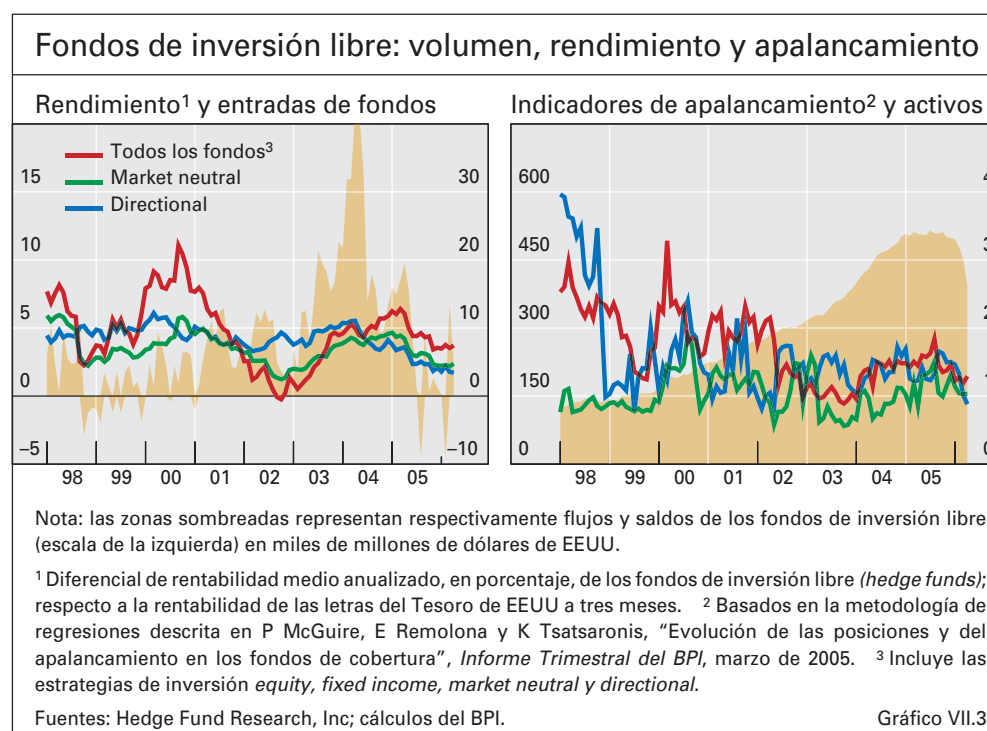
Como era de esperar dada la escasa rentabilidad, también se enfrió el interés de los inversionistas, medido por la tasa de nuevas suscripciones. Por primera vez desde el caso del LTCM, el sector registró en 2005 salidas netas durante varios meses. Además, se crearon menos fondos para reemplazar los liquidados por maduración de las inversiones.

A pesar de la desaceleración de la rentabilidad, se multiplicaron los indicios de que los fondos de inversión libre se han convertido en una alternativa de inversión aceptable para los inversionistas institucionales convencionales. Los vínculos entre el sector y las sociedades de gestión de activos y proveedores de servicios de banca privada más consolidadas continuaron estrechándose, incluyendo muchas de esas entidades los fondos

Los resultados de los fondos de cobertura empeoraron...

... las nuevas suscripciones se desaceleraron...

... y el perfil de los fondos pasó a ser más convencional



de inversión libre entre los productos ofrecidos a sus clientes. En muchos casos, esto se tradujo en la compra directa de fondos de fondos por estas entidades. La prolongada reducción de la volatilidad en la rentabilidad de estos fondos en los últimos años es otra consecuencia de la entrada de dinero institucional en el sector, ya que ha dado lugar a la imposición de requisitos más estrictos para la gestión del riesgo, publicación de información y coherencia en las estrategias de inversión.

Capital inversión

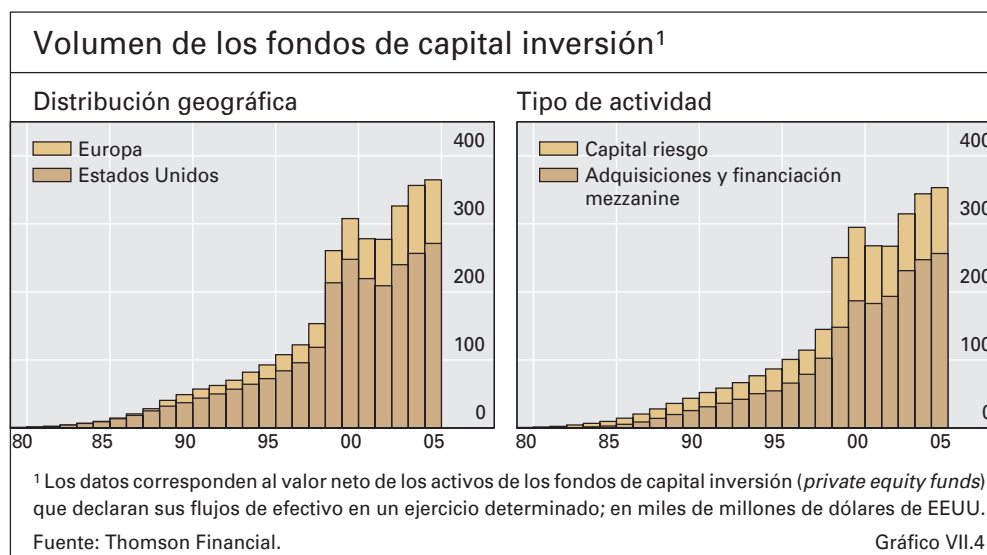
En los últimos años se ha producido un importante aumento de la actividad de los fondos de capital inversión (*private equity funds*), que se ha manifestado tanto en la captación de capitales como en su participación en operaciones de control corporativo. Diversos factores pueden explicar este mayor interés por las inversiones en capital inversión, incluido el desencanto de los inversionistas con los mercados bursátiles tras el estallido de la burbuja tecnológica, el entorno de rendimientos reducidos y las condiciones de liquidez extremadamente favorables. Al mismo tiempo, este auge de la actividad ha suscitado cierto temor sobre sus posibles consecuencias para la estabilidad financiera, debido a la importancia del apalancamiento en las estrategias de inversión de estos fondos.

Los fondos de capital inversión están constituidos por grupos de inversionistas especializados en proporcionar financiación a compañías de alto riesgo e intensivas en información a través de la participación en su capital. Existen dos tipos principales de fondos. El primero ofrece financiación a sociedades que no tienen acceso a los mercados bursátiles, como por ejemplo nuevas empresas con un elevado potencial de crecimiento pero que carecen de un historial consolidado o empresas medianas que necesitan financiación para superar dificultades financieras, transformar su estructura accionarial o comprar otras sociedades. El segundo tipo se especializa en adquisiciones de participaciones de sociedades cotizadas que posteriormente dejan de cotizar. Estas adquisiciones suelen financiarse en parte con deuda, lo que incrementa sustancialmente el apalancamiento financiero de la empresa adquirida. El beneficio de la inversión financiera se obtiene en forma de dividendos a medio plazo y del producto de la venta final de la sociedad, ya sea en el mercado privado o a través de una oferta pública de venta de acciones y salida a bolsa.

Las estructuras de los fondos de capital inversión...

Los fondos de capital inversión se constituyen como sociedades en comandita simple (*limited partnership*) y las estructuras de incentivos de los socios son similares a las de otros vehículos de inversión arriesgados como los fondos de inversión libre. Las operaciones en las que participan requieren perspicacia financiera, habilidades directivas y espíritu emprendedor, dado que los socios participan activamente en la gestión de las sociedades en las que invierte el fondo. Los socios son recompensados con generosos esquemas de comisiones y retribuciones vinculadas al rendimiento, así como por la posibilidad de compartir con inversionistas externos una elevada tasa interna de rentabilidad objetivo sobre el activo invertido. Los fondos captan financiación de grandes fortunas y de diversos inversionistas institucionales,

... recompensan la asunción de riesgos



como fondos de pensiones y fondos dotacionales, así como de otras empresas financieras y no financieras.

Desde finales de los años 90, el sector de capital inversión ha registrado un crecimiento muy significativo. A un periodo de rápido crecimiento de los activos gestionados en todas las categorías de fondos durante el auge de la inversión en tecnología, siguió una desaceleración moderada y puntual, antes de que el crecimiento se reanudase en los dos últimos años (véase el Gráfico VII.4). Aunque la mayoría de fondos operan en Estados Unidos, los fondos europeos han registrado recientemente un mayor crecimiento. Históricamente, los fondos de adquisiciones de participaciones empresariales (*buyout funds*) han constituido la mayoría de los activos de este sector. El ligero descenso de su participación en el total, en torno al punto álgido de la burbuja de inversión en compañías de Internet, se ha revertido gracias a la reciente reactivación de las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas (véase el Capítulo VI).

En los dos últimos años se ha producido un fuerte incremento de los recursos captados por el sector en todo el mundo, que en 2005 ascendieron a 240.000 millones de dólares, cifra sólo superada en el año 2000, cuando alcanzó su apogeo la inversión en el sector tecnológico (véase el Gráfico VII.5). La remuneración en efectivo a los inversionistas ha seguido una pauta similar, si bien ha mostrado mayor volatilidad. Existe evidencia empírica, sin embargo, que apunta a que algunos fondos se decantan por un calendario de pagos más frecuentes a los inversionistas y socios, en lugar de ir acumulándolos al final en función de los ingresos obtenidos con la posterior venta de las inversiones. Las elevadas tasas de rentabilidad media de los fondos de capital inversión explican el interés de los inversionistas externos, a pesar de la volatilidad y la relativa falta de liquidez propias de este tipo de fondos (véase el Gráfico VII.5, panel derecho).

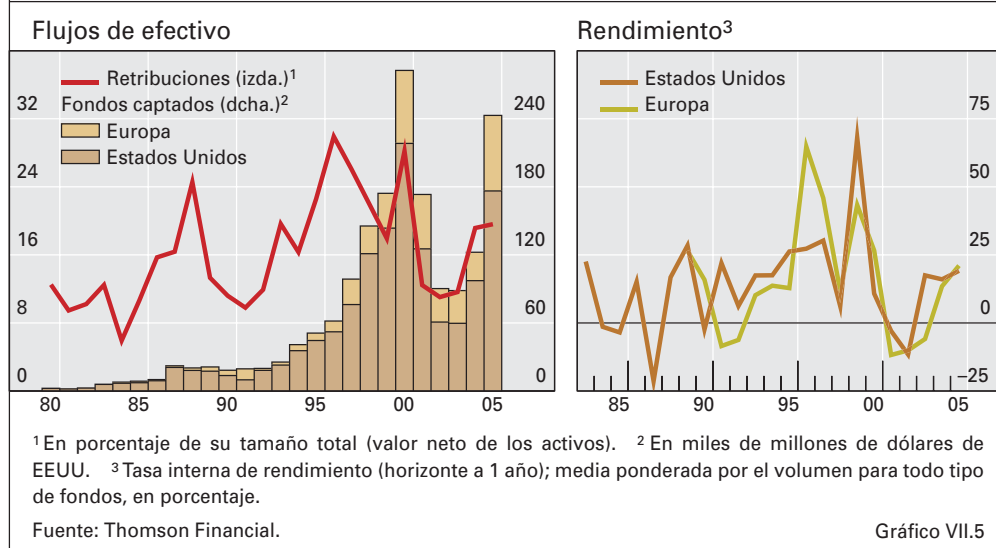
Los ciclos de actividad de los fondos de capital inversión responden a la disponibilidad y al coste de la financiación, así como a las tendencias generales de los balances empresariales. Las compras apalancadas de

Reciente auge de la actividad...

... de la captación de recursos...

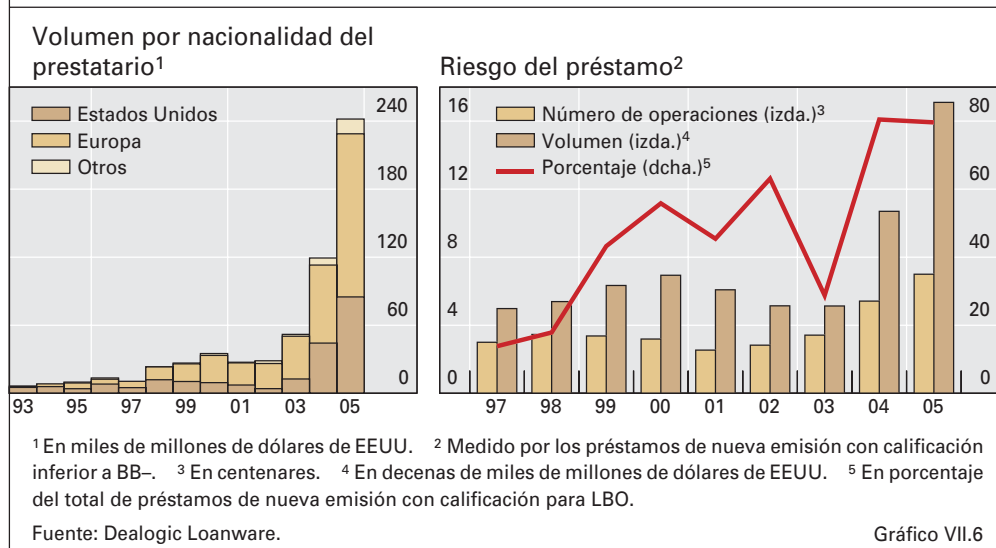
... y de la financiación para compras apalancadas

Capital inversión: flujos de efectivo y rendimiento



empresas (LBO) se ven alentadas por tipos de interés reducidos y suelen tener por objetivo empresas cuyas acciones son menos rentables debido a unas estructuras de capital conservadoras. Los anteriores auges de actividad en LBO coincidieron con innovaciones del mercado, como el apogeo de los “bonos basura” a finales de la década de los 80 y el del capital riesgo dirigido hacia compañías de Internet a finales de los 90. Los bajos costes de financiación y una actitud más relajada frente al riesgo y al apalancamiento también parecen ser importantes motores de esta actividad en el ciclo actual. El reciente incremento del volumen de préstamos sindicados internacionales relacionados con operaciones de LBO ha sido muy destacable, superando en 2005 los 240.000 millones de dólares, en su mayoría préstamos organizados por cuenta de prestatarios europeos (véase el Gráfico VII.6). Igualmente significativo ha sido el descenso de la calidad crediticia de estos préstamos.

Volumen y riesgos de los préstamos para LBO



Alrededor del 80% de los préstamos relacionados con LBO son instrumentos de alta rentabilidad, un porcentaje más de seis veces superior al que se registra en el conjunto del mercado de préstamos sindicados.

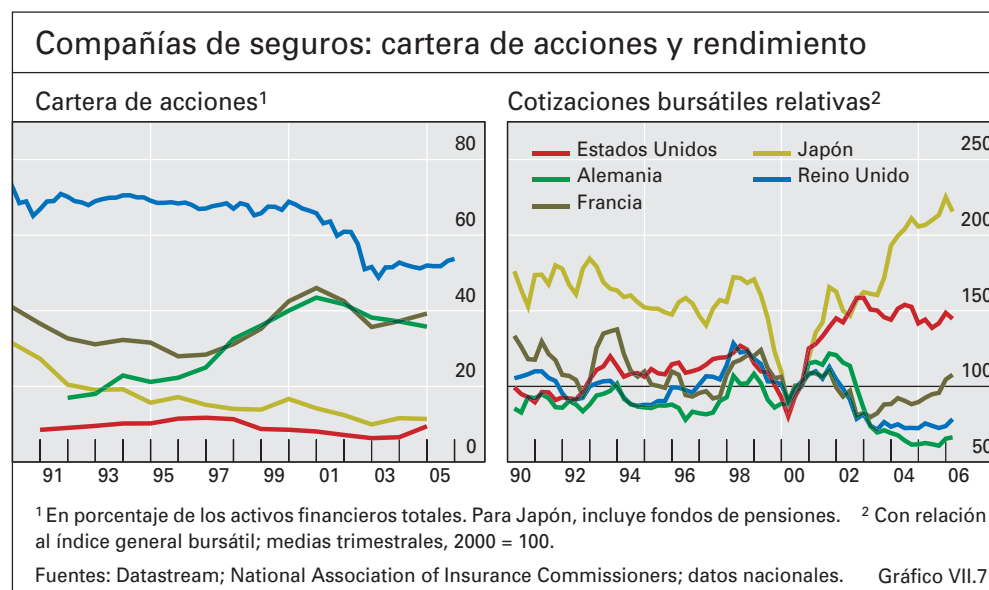
Sector asegurador

La favorable coyuntura de los mercados financieros impulsó los resultados de las compañías de seguros de vida en 2005. En cambio, ese año ha sido el menos boyante de la historia del ramo de no vida y el sector reasegurador, principalmente por la elevada siniestralidad relacionada con catástrofes naturales.

La solidez financiera de las compañías de seguros de vida continuó mejorando. La positiva evolución de los mercados bursátiles mejoró los resultados de la inversión e incrementó los excedentes de recursos propios (véase el Gráfico VII.7). Las compañías japonesas de seguros de vida ampliaron sus márgenes de solvencia gracias al aumento de los ingresos por primas, al menor número de pólizas rescindidas y a las plusvalías latentes generadas por unos mercados bursátiles alcistas. Los seguros *unit-linked* rentables (seguros de vida de prima única ligados a fondos de inversión) adquirieron popularidad en el Reino Unido y en Francia al mejorar las expectativas de rentabilidad del mercado bursátil. Con todo, los reducidos tipos de interés a largo plazo continuaron lastrando a algunas compañías europeas de seguros de vida que habían estado vendiendo productos con elevadas tasas garantizadas, por lo que las presiones sobre la solvencia no desaparecieron por completo.

La intensa competencia, la mejora de la capitalización y la búsqueda de eficiencia operativa propiciaron la consolidación del ramo de vida. En Europa, esta tendencia se ha materializado durante los últimos dos años en fusiones y adquisiciones a pequeña escala. Por el contrario, los principales grupos financieros y no financieros estadounidenses segregaron sus divisiones de seguros de vida o las vendieron a otras aseguradoras.

Las compañías de seguros de vida se refuerzan



Las aseguradoras del ramo de vida se enfrentan a un riesgo potencial derivado de la lentitud con que se está incorporando a la valoración de sus balances el mayor riesgo previsto de longevidad. Asimismo, los mecanismos de transferencia para este tipo de riesgo todavía no están totalmente consolidados. La demanda de bonos a largo plazo vinculados a las expectativas de vida (bonos de longevidad) continúa siendo limitada, al igual que la capacidad del sector reasegurador para cubrir este riesgo.

El ramo de no vida tuvo que hacer frente a indemnizaciones récord en 2005, que se prevé que casi dupliquen la cifra de 2004. Tres huracanes en el Caribe fueron los causantes de la mayoría de las pérdidas aseguradas en este sector en todo el mundo. Por consiguiente, las compañías estadounidenses de seguros de responsabilidad civil y accidente sufrieron sus mayores pérdidas por catástrofes, en relación al tamaño del sector, desde el terremoto de San Francisco de 1906. A pesar del continuo descenso de los beneficios por suscripción de pólizas, el ramo de no vida en Estados Unidos hizo gala de una gran capacidad de recuperación, favorecido por el crecimiento de los ingresos por inversiones y por la transferencia del riesgo al sector reasegurador.

El ramo de no vida hizo frente a reclamaciones históricas...

Los cuantiosos rendimientos por inversión y una adecuada diversificación permitieron a la mayoría de las reaseguradoras afrontar la elevada siniestralidad por catástrofes del año pasado. Sin embargo, varias reaseguradoras especializadas con sede en las Bermudas sufrieron un deterioro de su capital y rebajas en su calificación crediticia. La tendencia creciente de las pérdidas por siniestros asegurados a raíz de la creciente severidad de los huracanes, la mayor densidad de población y la fuerte escalada en el mercado inmobiliario en las zonas costeras son constantes desafíos para el sector.

... con éxito

El sector asegurador europeo se enfrenta a varios retos relacionados con cambios en el marco institucional. En el periodo analizado, el proyecto Solvencia II siguió adelante, con un activo debate entre las autoridades y el sector. Es probable que este proyecto acreciente el interés de la industria por la gestión de riesgos. En lo que respecta a su aplicación, el nuevo marco regulador para los requerimientos de solvencia de las aseguradoras europeas interactuará con los cambios propuestos en las normas de presentación de información financiera. La adopción de las NIIF en Europa comenzó en 2005 y sus efectos aún están por determinar. La fase de implementación actual puede incrementar la volatilidad de los beneficios, ya que la aplicación de la contabilización al valor razonable a más categorías de activos de las aseguradoras podría no encontrar correspondencia en los actuales principios de valoración aplicados al pasivo. En previsión de una posible aplicación plena de la contabilidad al valor razonable también para el pasivo, las aseguradoras se han centrado en cuadrar su activo y su pasivo invirtiendo más en bonos a largo plazo y reduciendo su exposición a la renta variable (véase el Capítulo VI).

Desafíos para los reguladores en Europa

Fondos de pensiones

Varios acontecimientos que han afectado a los fondos de pensiones de empresas han captado la atención de analistas y reguladores en los últimos

Financiación
insuficiente de los
fondos de
pensiones

años. Los niveles de financiación se han deteriorado como consecuencia del entorno de escasa rentabilidad desde principios de la presente década. La reducida rentabilidad de las carteras de activos se vio agravada por el efecto de sobrevaloración por las bajas tasas de descuento utilizadas para valorar el pasivo. A la incidencia de estos factores se sumó el hecho de que numerosos promotores aprovecharon el favorable entorno inversor de la segunda mitad de los años 90 para reducir los niveles de aportaciones basándose en extrapolaciones optimistas que preveían unos niveles de rentabilidad excesivamente elevados.

Los cambios en el
marco regulador...

Se espera que una serie de importantes modificaciones en el marco institucional que regula los fondos de pensiones empresariales tenga una influencia duradera en su perfil y en su comportamiento inversor. En varias jurisdicciones se están aplicando nuevas normas que reducen el nivel mínimo de financiación permitido a partir del cual el promotor está obligado a incrementar las aportaciones a los planes de pensiones. Además, las nuevas normas contables se decantan por contabilizar los activos y pasivos asociados con prestaciones post empleo a su valor de mercado actual, limitando así la discrecionalidad de los promotores para utilizar la rentabilidad prevista al valorar sus activos y para suavizar la oscilación a lo largo del tiempo de las tasas de descuento para el pasivo.

... pueden afectar a
la asignación de los
activos...

El efecto inmediato de estos cambios ha sido una mayor concienciación de las empresas y de sus partes interesadas externas sobre la magnitud de las cuestiones relacionadas con los compromisos de los fondos por pensiones no respaldados por activos. Las nuevas normas resaltan la importancia de una adecuada gestión del riesgo en relación con estos compromisos y deberían hacer más transparentes los vínculos entre la situación financiera de los planes de pensiones y los beneficios de las empresas. Asimismo, estas normas parecen haber influido en las decisiones de inversión de los planes de pensiones. Las crecientes asignaciones de las carteras a valores de renta fija con vencimiento a más largo plazo serían un intento de protegerse frente a la volatilidad de los compromisos por pensiones generada por las fluctuaciones de los tipos de interés (véase el Capítulo VI).

... y a la estructura
de los fondos

Es probable que estos cambios estructurales aceleren el abandono paulatino de los planes de prestaciones definidas a favor de los de aportaciones definidas, lo que viene sucediendo desde hace algún tiempo en muchos países. Queda por ver cuáles serán los efectos de estos cambios sobre la demanda de las distintas clases de activos y sobre la propia dinámica del mercado. Una cuestión más general es si esos cambios también repercutirán en los patrones de financiación de la economía en su conjunto y en los tipos de inversión por los que se decantan los mercados.

Vulnerabilidades

De cara al futuro, las principales fuentes de vulnerabilidad surgen del ritmo al que puede cambiar el actual entorno de abundante liquidez. Esto podría tener consecuencias para la sostenibilidad de los balances de los hogares y las empresas, en caso de que una inversión de las condiciones de liquidez alterara

sustancialmente los precios de los activos, lo que a su vez podría llegar a afectar a la solidez de las instituciones financieras.

Factores que podrían reducir la rentabilidad de los bancos

La persistencia en los últimos años de elevados niveles de rentabilidad generalizada entre los bancos, en un contexto de bonanza económica, lleva a cuestionarse su sostenibilidad a largo plazo. Este interrogante resulta especialmente relevante dada la posibilidad de subidas de los tipos de interés o de deterioro de las condiciones de los mercados de capitales. Es probable que las circunstancias que influyen en los márgenes financieros y en el riesgo de crédito generen más incertidumbre sobre los futuros resultados de los bancos en los años venideros. Los márgenes financieros han tendido a disminuir en muchos países desde la década de los 90, en parte como consecuencia de la intensificación de las presiones competitivas. Por otra parte, los ingresos por comisiones asociados al aumento de la actividad minorista han empujado al alza los ingresos distintos de intereses. Unido a estas tendencias de largo plazo, los componentes de los beneficios de los bancos han fluctuado en función de variaciones cíclicas de los ingresos, el crédito y los tipos de interés.

Los márgenes de intermediación tienden a la baja

Las relaciones históricas entre los distintos componentes de la cuenta de resultados bancaria y los indicadores macroeconómicos generales pueden orientar sobre los riesgos que la futura evolución económica podría acarrear para los beneficios de las entidades bancarias (véase el Cuadro VII.2). Los márgenes de intermediación suelen reaccionar positivamente ante las subidas de los tipos de interés y ante una pendiente más pronunciada en la curva de rendimientos, ya que los intereses de los préstamos bancarios se ajustan más rápidamente que los aplicados a sus pasivos (véase el panel izquierdo del Cuadro VII.2). Los márgenes de los bancos norteamericanos y británicos parecen menos sensibles a los cambios de la curva de rendimientos que los

Las subidas de los tipos de interés mejoran los márgenes...

Sensibilidad de los ingresos a las condiciones cíclicas ^{1, 2}							
	Margen de intermediación			Ingresos distintos de intereses ³	Provisiones para pérdidas ³		
	Diferencial de rentabilidad ⁴	Tasa a un mes	Crecimiento del PIB		Tasa a un mes ⁵	Crecimiento del PIB ⁵	Rendimiento fondos propios
Estados Unidos (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Canadá (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Reino Unido (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Alemania (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
Francia (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Nota: Los coeficientes denotan la oscilación en puntos básicos que correspondería a una variación de 1 punto porcentual en la correspondiente variable; * y ** indican respectivamente que existe una significación estadística en niveles del 10% y del 5%.

¹ Entre paréntesis, número de grandes bancos incluidos. ² Regresión con efectos fijos, utilizando datos panel, sobre una constante, sobre los cocientes préstamos/activos de cada banco y sobre las variables macroeconómicas indicadas bajo cada epígrafe. Período de la observación 1990/91 a 2004/05, anual. Las variables macroeconómicas corresponden a promedios anuales. ³ Cifras normalizadas por los activos totales. ⁴ Entre el rendimiento de referencia a 10 años y el rendimiento a un mes. ⁵ Con un retardo de 1 año.

Fuentes: Fitch Ratings; datos nacionales; cálculos del BPI.

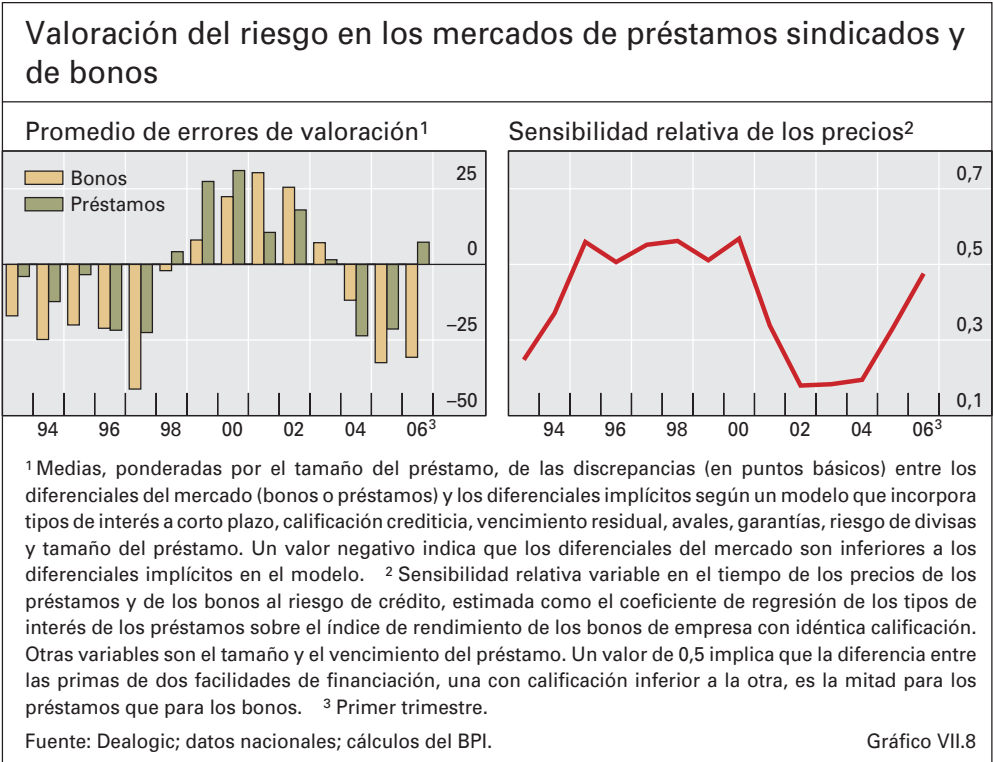
Cuadro VII.2

... pero también incrementan las provisiones

de sus homólogos de Europa continental, tal vez por la mayor competencia entre la banca tradicional en Norteamérica y el predominio de los préstamos a tipo de interés variable en el Reino Unido. Los incrementos de los tipos de interés y las desaceleraciones de la actividad económica conllevan aumentos de los costes crediticios, aunque normalmente con cierto retraso (véase el panel derecho del Cuadro VII.2).

Estos patrones históricos podrían servir de base para esbozar los efectos que podría tener para los beneficios de los bancos la previsible evolución macroeconómica en los próximos años. Es probable que las subidas de los tipos de interés amplíen los márgenes financieros, sobre todo en los países de Europa continental, mientras que un aplanamiento de la curva de rendimientos tendrá el efecto contrario. Al mismo tiempo, un repunte de los tipos de interés también puede repercutir en mayores dotaciones de provisiones por préstamos de dudoso cobro, contrarrestando así parte del posible aumento de los márgenes. La dotación de provisiones suele aumentar en las fases de desaceleración económica, algo que podría entrañar dificultades en todas las líneas de negocio.

Además, tras un periodo de condiciones crediticias favorables, es posible que los diferenciales que incorporan las carteras de préstamos de los bancos no compensen totalmente el aumento de las provisiones una vez se deteriore la calidad crediticia. La reciente evolución del mercado de préstamos sindicados sugiere que los precios de los préstamos empiezan a tornarse más sensibles al riesgo, revirtiendo hacia valores más próximos al promedio del ciclo de crédito (véase el Gráfico VII.8). Sin embargo, conforme la cartera de préstamos contratados durante el periodo 2002–04 entre en la fase del ciclo en la que la incidencia de los impagos suele ser mayor, sus diferenciales



especialmente estrechos pueden lastrar los beneficios de los bancos. Estas consideraciones aconsejan prudencia a la hora de proyectar los resultados actuales al futuro próximo.

Exposición a los mercados inmobiliarios

En la actualidad, la actividad relacionada con el sector inmobiliario constituye un componente en rápida expansión del negocio de las entidades bancarias y de sus beneficios. La tasa de crecimiento de los préstamos para la financiación inmobiliaria ha superado a la de los préstamos empresariales o al consumo en muchos países. Esta situación podría acarrear problemas, ya sea por un crecimiento excesivo del mercado de inmuebles comerciales o por un enfriamiento del segmento residencial. De hecho, este último ha dado síntomas de desaceleración tras muchos años de crecimiento excepcional.

En la mayoría de países, el sector inmobiliario comercial se ha sobrepuesto a la debilidad de las variables fundamentales. En concreto, las tasas de desocupación se han reducido y los precios inmobiliarios se han recuperado con respecto a 2004 (véase el Cuadro VII.3). Al mismo tiempo, en muchos países la exposición de las entidades de crédito al sector inmobiliario de uso comercial ha aumentado rápidamente en comparación con el capital

La exposición a los inmuebles comerciales es más elevada...

Precios de los inmuebles de uso comercial ¹							
	Variación nominal ²			Nivel ⁶	<i>Pro memoria: Tasas de desocupación de oficinas⁷</i>		
	1996–2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
Estados Unidos	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Japón	–9,0	–9,6	–7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Alemania	–1,2	–4,1	–5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Reino Unido	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
Francia	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Canadá	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
España	1,8 ³	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Países Bajos	2,9	–1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australia	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Suiza	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Suecia	2,6	–1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Noruega	0,8 ⁴	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Dinamarca	1,3 ⁴	–1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finlandia	1,1 ⁵	–2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irlanda	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

¹ Para Australia, inmuebles de primera calidad en las principales ciudades; para Japón, precios del terreno. ² Variación porcentual anual. ³ 2000–04. ⁴ 1999–2004. ⁵ 1997–2004. ⁶ Periodo en el que los precios de los inmuebles comerciales en términos reales alcanzaron su nivel máximo=100. ⁷ Porcentaje de espacio de oficinas disponible de manera inmediata (incluidos subarrendamientos) en todos los edificios ya construidos dentro de un mercado con respecto a la oferta total. Para Estados Unidos y Suiza, en todo el país; para Alemania, Australia, España, Francia y Países Bajos, promedio de las principales ciudades; para el resto de países, las capitales.

Fuentes: CB Richard Ellis; Investment Property Databank Ltd; Japan Real Estate Institute; Jones Lang LaSalle, *Asia Pacific Property Digest*; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Sadolin & Albæk; Wüest & Partner; datos nacionales.

Cuadro VII.3

y los activos. En Estados Unidos, por ejemplo, los préstamos para inmuebles comerciales se han incrementado un 80% durante los últimos cinco años y actualmente representan el 13,5% del total de activos de la banca comercial, igualando el máximo del ciclo anterior, alcanzado en 1988. De forma similar, en el Reino Unido, cerca del 40% de los préstamos bancarios a empresas no financieras se concede a sociedades inmobiliarias, cuando hace cinco años el porcentaje de préstamos a ese segmento rondaba el 20%. Incluso los bancos japoneses tuvieron un extraordinario incremento del 44% en nuevos préstamos a sociedades inmobiliarias en el tercer trimestre de 2005, hasta alcanzar los 2,7 billones de yenes, una tasa de crecimiento equiparable al auge de la segunda mitad de los años 80.

... y está más concentrada

En Estados Unidos, el préstamo para la compra de inmuebles comerciales está muy concentrado en determinados grupos de bancos. Los incrementos han sido especialmente destacables entre las entidades pequeñas y medianas, cuyos préstamos para inmuebles comerciales representan actualmente cerca del 30% de su activo total. Por el contrario, la exposición de los bancos de mayor tamaño es bastante moderada, con un porcentaje medio del 8,6%.

La elevada exposición al mercado inmobiliario comercial podría poner en peligro la estabilidad financiera, en particular dado el alto grado de concentración de las exposiciones. El entorno de tipos de interés bajos de los últimos años ha reducido la cuantía de los pagos por intereses e incrementado los flujos de efectivo de los prestatarios, contribuyendo así a que las tasas de morosidad de los préstamos para inmuebles comerciales alcancen niveles históricamente bajos. Si los tipos de interés subieran, es muy probable que se deteriore la calidad crediticia. De hecho, los reguladores de Estados Unidos y Japón ya han manifestado su preocupación por las condiciones que determinadas entidades bancarias aplican a este tipo de préstamos.

Si bien la situación actual presenta ciertas similitudes con los primeros años de la década de los 90, es improbable que se generen tensiones similares. En primer lugar, el ciclo de los inmuebles comerciales se hallaba entonces en su punto álgido, mientras que en el episodio actual está remontando desde su mínimo cíclico, lo que sugiere que el riesgo de impagos generalizados entre los prestatarios en caso de una caída de precios es reducido. En segundo lugar, el continuo crecimiento de los mercados de negociación de valores inmobiliarios permite diversificar mejor parte de su riesgo de crédito entre los inversionistas y puede decirse que ha tenido un efecto moderador sobre los ciclos de los inmuebles comerciales.

Un posible debilitamiento de los mercados de la vivienda...

En el segmento residencial, la demanda de financiación para la compra de vivienda se ha ido enfriando en algunos países, mientras que en otros se mantiene vigorosa, lo que refleja la heterogénea evolución de los precios de los inmuebles (véase el Cuadro VII.4). En el Reino Unido y Australia, los precios de la vivienda aumentaron ligeramente en 2005, mientras que en Alemania y en Japón, que aún no se han recuperado de su ciclo anterior, volvieron a descender (véase el Capítulo II). En cambio, en la mayoría de los restantes países europeos, los mercados de la vivienda mantuvieron su pujanza. Lo mismo ocurrió en el mercado estadounidense durante buena parte del año, si bien desde finales de 2005 se han observado indicios de una

Precios de la vivienda y deuda hipotecaria					
	Precios de la vivienda ¹				Variación de deuda hipotecaria para vivienda 2005 ²
	Variación anual		Variación desde el max. 2005	Fecha del máximo	
	1996-2004	2005			
Estados Unidos	7,1	13,0	0,0	2005 T4	4,6
Japón	-3,9	-4,7	-40,0	1991 S1	-0,0
Alemania	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4
Reino Unido	12,3	2,2	-0,5	2005 T3	4,7
Francia	9,2	9,0	0,0	2005 S2	3,1
Italia	6,4	7,2	0,0	2005 S2	2,0
Canadá	5,5	10,5	0,0	2005 T4	1,7
España	11,1	12,9	0,0	2005 T4	9,4
Países Bajos	9,0	6,4	-0,6	2005 T3	6,0
Australia	10,1	2,3	0,0	2005 T4	3,9
Suiza	1,6	1,5	-10,0	1989 T4	2,8
Suecia	8,6	10,5	0,0	2005 T4	4,0
Noruega	7,9	7,5	-0,7	2005 T2	1,6
Dinamarca	6,7	21,3	0,0	2005 T4	7,2
Finlandia	7,2	9,0	0,0	2005 T4	3,4
Irlanda	14,0	9,4	0,0	2005 T4	9,6
¹ Las cifras corresponden al final del periodo; variación nominal, en porcentaje; para Japón, precios del terreno. ² En puntos porcentuales del PIB. Fuentes: OCDE; diversas asociaciones inmobiliarias; datos nacionales; estimaciones del BPI.					
Cuadro VII.4					

Cuadro VII.4

inminente pérdida de vigor, como indica la desaceleración de las solicitudes de hipotecas y de la venta de viviendas de segunda mano.

Las características de la financiación de inmuebles residenciales han cambiado recientemente en varios países. La relajación de las condiciones crediticias debido a la competencia y al mayor recurso a la titulización ha propiciado un significativo incremento de los préstamos a hogares que presentan más riesgos. En 2005, la concesión en Estados Unidos de crédito hipotecario a familias que no cumplen los requisitos para obtener una hipoteca tradicional se multiplicó por siete con respecto a su volumen de 2000. Las hipotecas a prestatarios con un historial crediticio dudoso también han aumentado significativamente en el Reino Unido. Además, se han multiplicado los productos hipotecarios con opciones de amortización flexibles. Así por ejemplo, aproximadamente una tercera parte de las hipotecas concedidas en Estados Unidos en 2005 incluía la opción de pagar sólo intereses durante un periodo de carencia, frente al 1,5% de 2001.

Es probable que el ritmo de evolución de los precios de la vivienda y de los tipos de interés determine la incidencia del ajuste previsto en aquellos países donde los precios de los inmuebles residenciales parecen rozar ya su máximo. Las entidades de crédito dan muestras de estar suficientemente protegidas contra el impacto directo de un aumento de las tasas de morosidad, que podría ocurrir por la coincidencia en el tiempo de unos tipos de interés más elevados con el fin de periodos de carencia de hipotecas anteriores con condiciones de amortización flexibles. Sin embargo, el efecto indirecto

... afectará de forma indirecta a los bancos

en los bancos de una posible desaceleración económica provocada por la contracción del gasto de los consumidores y de la actividad constructora será probablemente más importante, aun cuando siga siendo más difícil de calcular (véase el Capítulo II). Este riesgo está más acentuado en aquellas economías que exhiben mayores niveles de deuda hipotecaria.

Presentación de información financiera y gestión del riesgo financiero

Las nuevas normas contables...

Varios acontecimientos del periodo analizado centraron la atención del mercado en la influencia que las normas de presentación de información financiera ejercen en la toma de decisiones de empresas e inversionistas. Los analistas del mercado debatieron sobre los efectos que probablemente tendrían las normas internacionales de contabilidad en su primer año de aplicación, sobre la volatilidad de los beneficios y las valoraciones de las acciones de las compañías cotizadas en la Unión Europea. Debates similares rodearon la introducción de una serie de normas en Estados Unidos. Por último, como ya hemos explicado, se consideró probable que la aplicación de nuevas normas de contabilidad a los planes de pensiones en varias jurisdicciones tuviera un peso significativo en las decisiones de asignación de activos y asunción de riesgos de los planes de pensiones empresariales.

... suscitaron el debate

En términos generales, estos cambios consistieron en la utilización más generalizada de valoraciones basadas en el mercado, en detrimento de las valoraciones al coste histórico, con reflejo tanto en el balance como en la cuenta de resultados. Los debates entre los reguladores contables y los usuarios de las normas se centraron en la posible incidencia de estos cambios en la gestión del riesgo por las empresas. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, el debate se centró en las consecuencias para la economía en su conjunto de la disponibilidad y el uso de capital riesgo, así como de la dinámica de los precios de los activos.

La presentación de informes financieros...

Estas cuestiones están relacionadas con las dos principales funciones económicas de la presentación de informes financieros: informar sobre el rendimiento de los recursos utilizados y facilitar su gestión. La gestión de los recursos depende de una adecuada y fiable medición de los insumos y los resultados finales. Las partes interesadas externas, como los inversionistas y los reguladores, necesitan información financiera exacta y representativa proporcionada por las empresas para formarse una opinión independiente sobre su estado actual y sus perspectivas de futuro, así como para poder cotejar sus resultados con los de empresas comparables y competidoras. Asimismo, las normas de intervención formal para la transferencia del control de los recursos se basan normalmente en información contable. Un claro ejemplo es el de los respectivos derechos de control de los tenedores de renta variable y renta fija ante un supuesto de insolvencia. De forma similar, las normas de intervención de las autoridades supervisoras también están condicionadas por las valoraciones

contables del activo y el pasivo de la empresa y por las correspondientes medidas del riesgo.

Existe una relación bidireccional entre las normas contables y la toma de decisiones. La contabilidad sirve de punto focal para las partes interesadas externas, incluidos los supervisores, que desean evaluar los resultados de una empresa, por lo que condiciona inevitablemente las decisiones de sus directivos. A la inversa, el conjunto de incentivos que influyen en las decisiones del equipo directivo afecta también a su actitud hacia el riesgo. El efecto conjunto de los cambios normativos y la adopción de decisiones puede incidir a su vez sobre las valoraciones y los precios de mercado, como ocurre especialmente en las rúbricas de los informes financieros que incluyen más elementos prospectivos y valoraciones de riesgos.

... interactúa
con la toma de
decisiones...

La estimación del valor no es un ejercicio teórico exento de ambigüedad, ya que con frecuencia exige formarse un juicio sobre hechos futuros así como evaluar la relación rentabilidad/riesgo asociada a un elemento concreto. Sin embargo, la capacidad de las medidas de valor incluidas en los estados financieros para reflejar la información disponible ha mejorado gracias a procesos complementarios ocurridos durante las tres últimas décadas: la expansión de los mercados de instrumentos de transferencia del riesgo y los avances de la tecnología de medición de riesgos.

... y con la
medición del
riesgo...

Los mercados de transferencia del riesgo han ganado en liquidez y amplitud, expandiendo enormemente la gama de instrumentos disponibles para facilitar la adaptación del riesgo financiero a las necesidades y circunstancias específicas de los distintos agentes del mercado. Los mercados de derivados han surgido por doquier; los últimos en aparecer han sido los mercados de transferencia del riesgo de crédito. Las estructuras de titulización se utilizan cada vez más para agrupar y reasignar el riesgo financiero (véase el Capítulo VI). Desde la óptica de la presentación de información financiera, cabe destacar que estas innovaciones han generado precios de mercado fácilmente observables para un catálogo de riesgos cada vez más diferenciado, mejorando notablemente la determinación de precios de instrumentos que hasta la fecha eran difíciles de valorar.

... a través
de los precios de
mercado...

Por útiles que sean para realizar valoraciones prospectivas, los precios de mercado presentan un inconveniente importante: su relativa opacidad en lo que respecta a los determinantes del valor. Los precios observados contienen primas de riesgo que están directamente relacionadas con las opiniones de los agentes del mercado sobre el riesgo para los futuros flujos de caja y con su actitud hacia la asunción de riesgos. Diferenciar la influencia relativa de estos dos factores en un momento dado es un ejercicio muy subjetivo, debido en buena medida a que ambos varían a lo largo del tiempo (véase el Capítulo VI). Las valoraciones del riesgo están sujetas a revisión en función de la información nueva que vaya conociéndose. La actitud efectiva de los inversionistas hacia el riesgo puede verse afectada por las condiciones del mercado, la disponibilidad y el coste de la financiación externa y los resultados recientes. Por lo tanto, la variabilidad de los precios de mercado puede deberse, al menos en parte, a variaciones temporales de la propensión al riesgo, en vez de a cambios fundamentales en los flujos de efectivo previstos.

Aún más importante, las fluctuaciones de los precios de mercado pueden influir a su vez en la actitud efectiva de los inversionistas hacia el riesgo, produciendo un efecto más permanente sobre las valoraciones.

... y los modelos de riesgo

Junto a la mayor liquidez de los mercados de transferencia del riesgo, los avances en las técnicas de medición del riesgo también han mejorado la precisión de las valoraciones de elementos del balance que resultan complejos y poco líquidos (valoración ajustada a un modelo o *mark-to-model*). Las innovaciones en la valoración de instrumentos derivados se han transferido con éxito a otros contextos, como la valoración del riesgo de crédito y de las opciones implícitas en los contratos financieros. Las nuevas técnicas de modelización proporcionan valiosas herramientas para la medición y gestión del riesgo en el conjunto de la empresa. Las decisiones de inversión y cobertura se apoyan cada vez más en el análisis del activo y del pasivo a partir de modelos prospectivos de valoración y riesgo, calibrados en función de los precios observados, aunque con frecuencia haciendo extrapolaciones para abarcar una gama más amplia de instrumentos. Con independencia de su sofisticación, la fiabilidad de los modelos depende esencialmente de la validez de los supuestos en que se basan. Además, las valoraciones derivadas de modelos no son inmunes a la influencia de los mismos factores con variabilidad temporal que afectan a los precios de mercado, ya que están basadas en relaciones históricas entre precios observados y suelen estar calibradas para reflejar la evolución reciente de dichos precios. Sin embargo, y a pesar de esas deficiencias, los modelos de riesgo pueden ayudar a comprender mejor sus factores determinantes, al adaptarse con más facilidad a la identificación y el análisis de las primas de riesgo.

Los principios de valoración repercuten en...

Los distintos principios de valoración se basan de forma diferente en el coste histórico, los precios de mercado, los modelos y las estimaciones internas del valor. Al adoptar perspectivas diferentes, consiguen aunar de formas distintas aspectos deseables de la información financiera, como la precisión, la fiabilidad y la posibilidad de comprobar y cotejar los datos. Por ejemplo, la contabilidad al coste histórico proporciona estimaciones del valor a lo largo del tiempo fácilmente predecibles, muy ligadas a acontecimientos pasados fáciles de identificar. En cambio, los principios de valoración basados en estimaciones prospectivas del valor pueden incorporar mejor las circunstancias nuevas, a costa de una posible mayor volatilidad del valor con el paso del tiempo. Este contraste se hace particularmente evidente en el caso de valores financieros en los que la oscilación diaria de su precio de mercado puede generar, en ocasiones, sustanciales plusvalías o minusvalías latentes si la cartera se ha valorado al coste histórico. Es más, mientras que algunos principios permiten que la valoración de activos y pasivos específicos se realice con datos facilitados por las empresas (como su estimación de beneficios futuros, tasas de descuento basadas en las características de la cartera, sinergias con otros activos, etc.), otros, como la contabilidad al valor razonable o al coste histórico, buscan generar valores idénticos, con independencia del contexto específico. Si bien los valores obtenidos con el primer criterio resultan más relevantes para la toma de decisiones internas, la contrapartida es una dependencia relativamente mayor de modelos internos

desarrollados a partir de supuestos potencialmente opacos. Ejemplo de ello es el debate actual en torno al tratamiento contable de los pasivos bancarios por depósitos a la vista.

La normativa contable trata de fijar un marco para la presentación de información que no influya en las decisiones económicas. Sin embargo, como acabamos de explicar, la elección del principio de valoración tiene importantes consecuencias para la toma de decisiones, tanto a escala microeconómica como macroeconómica, sobre todo porque está relacionada con el tratamiento de la información sobre riesgos.

El tratamiento de la información sobre riesgos en las normas contables influye significativamente en la gestión de los recursos económicos. El grado en que las valoraciones incluyen estimaciones prospectivas del valor y del riesgo repercute en la eficacia de las normas de transferencia de control contenidas en la legislación o en contratos bilaterales. Valga como ejemplo la paradójica situación que puede darse si la valoración a precios de mercado del pasivo de una entidad se utiliza a la hora de determinar su quiebra. En tal caso, el deterioro de la solvencia crediticia normalmente incrementará el valor de la empresa, al provocar una disminución del valor de su pasivo. Otro ejemplo serían las distintas implicaciones de la dotación de provisiones basada en indicios probados de dificultades con préstamos concretos o bien en estimaciones de pérdidas esperadas para una cartera de préstamos. Mientras que el primer método depende de manifestaciones del riesgo *a posteriori*, el segundo conlleva estimaciones *a priori* del riesgo apoyadas en análisis a partir de la experiencia. Así pues, la naturaleza del enfoque adoptado influirá en los ingresos y el capital del banco contabilizados durante el ciclo comercial, condicionando también la valoración que sobre su razonabilidad hagan las autoridades prudenciales.

La importancia de estas influencias aumenta cuando se examinan desde una perspectiva sistémica, donde el carácter endógeno del riesgo se hace más patente. Un comportamiento que resulte racional para una determinada empresa por considerar ésta que su acción no va a afectar a los precios de mercado, puede dar lugar a ineficiencias a escala agregada cuando el efecto combinado de las acciones individuales incida en las condiciones del mercado. Un ejemplo sería la reciente disminución de los tipos de interés a largo plazo para la deuda pública del Reino Unido, como consecuencia del aumento de la demanda por parte de fondos de pensiones que intentan cubrir el riesgo de tasas de descuento bajas al valorar sus pasivos a precios de mercado (véanse las explicaciones anteriores y el Capítulo VI). Otro ejemplo sería la variación procíclica de las provisiones para préstamos en función de la valoración del riesgo de crédito considerando sólo la información disponible en un momento dado, que puede dar lugar a una actividad prestamista que potencie la volatilidad del ciclo económico e incremente la vulnerabilidad del sistema financiero.

En resumen, al analizar la interacción entre la elaboración de la información financiera, por una parte, y la medición y gestión del riesgo, por otra, se extraen tres ideas principales. La primera es que no existe una única valoración posible, sino que con frecuencia el valor depende de la perspectiva

... la gestión de recursos...

... y la estabilidad financiera

No existe una única valoración posible...

desde la que se mida. La aportación de un mismo elemento al cálculo del valor puede ser distinta dependiendo del contexto. Además, aun cuando se calculen desde la misma perspectiva, las valoraciones están sujetas a variaciones causadas por la oscilación temporal de las primas de riesgo en función de los cambios de actitud de los inversionistas hacia el mismo, que pueden no estar relacionados más que de forma indirecta con los cambios en las previsiones de flujos de efectivo. Estos aspectos se acentúan en el caso de instrumentos complejos para los que no existen mercados profundos y líquidos. Y es precisamente en esos casos cuando la contabilidad resulta más relevante.

... y en cada valoración influyen la gestión de riesgos...

La segunda idea es que la medición del riesgo es una función esencial. El vínculo entre la medición del riesgo y las valoraciones es explícito cuando se utilizan modelos para estimar el valor y es implícito cuando se utilizan directamente precios de mercado. Además, las prácticas de medición y gestión de riesgos influyen de forma indirecta sobre los valores declarados, ya que afectan a la toma de decisiones y a los precios de los activos. En la medida en que las normas contables afectan al comportamiento ante el riesgo, también repercuten en las valoraciones.

... y las distintas perspectivas

La última idea es que un enfoque de valoración que resulte perfectamente adecuado para un fin concreto puede presentar dificultades cuando el fin sea otro. Dados los múltiples usos externos de los informes financieros, esto puede generar tensiones, incluso entre órganos que elaboran políticas con objetivos diferentes. Todos estos aspectos se analizan a continuación.

Presentación de la información financiera y política prudencial

El análisis anterior sugiere la existencia de una serie de cuestiones que atañen a las normas para la elaboración de informes financieros que son relevantes desde el punto de vista de la política prudencial. Se refieren tanto al contenido informativo de dichos informes como al gobierno prudencial de las entidades financieras.

La mejora en la presentación de la información sobre riesgos...

Lo primero que hay que señalar es que el contenido informativo de las cuentas podría mejorar si incluyeran información más sistemática sobre riesgos e incertidumbres. Las normas vigentes, con independencia de hasta qué punto incorporen información prospectiva, se centran principalmente en la formulación de estimaciones puntuales del valor y los ingresos actuales. Esto podría complementarse con dos tipos de información adicionales. El primero podría ser información sobre estimaciones de la banda de fluctuación potencial del valor y los ingresos futuros ("información sobre riesgos"). Ejemplos de indicadores estadísticos sintéticos son el valor en riesgo y los resultados de pruebas de tensión (o estrés) y otros análisis de sensibilidad. El segundo sería información sobre la medición de la incertidumbre implícita en los supuestos del método de valoración ("información sobre errores de medición"). Es evidente que la importancia de este último tipo de información está directamente relacionada con el grado de utilización de hipótesis y modelos en la estimación de las valoraciones puntuales. Con estas mejoras, los informes financieros permitirían a sus usuarios formarse una opinión más completa del estado y las perspectivas de la empresa, evitando una falsa

sensación de precisión. También les permitiría realizar comparaciones con otras sociedades, algo que resultaría muy útil para inversionistas interesados en optimizar sus carteras o para reguladores, en el contexto de la estabilidad financiera.

Una segunda consecuencia para las políticas es la importancia de la coherencia entre el tratamiento de las valoraciones contables y unos sólidos principios de gestión del riesgo. Un ejemplo de las tensiones que pueden generarse en este contexto es el distinto tratamiento que reciben los depósitos a la vista al elaborarse los informes financieros y al gestionarse la tesorería y el riesgo de los bancos. Las normas contables valoran los pasivos por depósitos en función de su vencimiento contractual. Sin embargo, para la tesorería de una entidad bancaria, estos depósitos se contabilizan, en términos de gestión de liquidez y de las correspondientes estrategias de cobertura, como si tuvieran un plazo de vencimiento efectivo más largo, lo que está más en consonancia con las pautas históricas de comportamiento de los depositantes.

... la mayor coherencia en la toma de decisiones empresariales...

Una tercera consecuencia de ámbito más general es la posibilidad de reconciliar los objetivos de las políticas de las autoridades prudenciales con los de los reguladores contables partiendo de una mejor comprensión de sus distintos puntos de vista. Con arreglo a este enfoque, las normas para la presentación de la información financiera se centrarían en proporcionar una imagen no sesgada de la situación financiera actual de la empresa y de su correspondiente perfil de riesgo, mientras que los instrumentos de regulación y supervisión se encargarían de fomentar una conducta prudente basada en esa imagen. En la práctica, este desacople incluiría rediseñar los requisitos sobre “colchones” de capital y liquidez partiendo de resultados contables exentos de conservadurismo intencionado, con la aplicación de “filtros prudenciales” a cifras contables que incorporen información sobre riesgos y la definición de nuevos límites cuya superación pondría en marcha la intervención de los supervisores en caso de tensiones manifiestas.

... y el desacople de los objetivos contables y prudenciales...

En los últimos años se ha avanzado en estas tres direcciones. La comunicación de información cuantitativa sobre riesgos financieros, tales como las medidas del valor en riesgo para carteras de valores, forma parte de los requisitos que los reguladores exigen a las entidades financieras para las que este tipo de riesgo ha sido más significativo. También los órganos normativos contables han ido prestando más atención a los requisitos de información sobre riesgos que van en la misma línea que los de las autoridades prudenciales, aunque posiblemente sean menos ambiciosos. Ejemplo de ello son las disposiciones de la NIIF 7 (IFRS, en sus siglas en inglés). Además, la clasificación de las partidas contabilizadas al valor razonable según el grado de fiabilidad de las estimaciones, junto con estimaciones aproximadas de la sensibilidad de las mediciones a las hipótesis subyacentes, son ejemplos de los avances realizados para informar sobre errores de medición. Por otra parte, la estrecha colaboración entre los reguladores contables y las autoridades prudenciales en el desarrollo de normas para la dotación de provisiones, la opción de contabilización al valor razonable y la valoración de los pasivos de los seguros, son sólo los últimos

... son ámbitos en los que a pesar de los progresos...

... siguen
presentándose
retos

ejemplos del valor añadido que se ha obtenido al prestar más atención a la gestión de riesgos.

Al margen del importante progreso realizado hasta la fecha, para seguir avanzando se requiere una estrategia a más largo plazo que reconozca la necesidad de colaborar en todas las fases intermedias. Dada la complejidad de estas cuestiones y la multiplicidad de partes interesadas, el desacople de objetivos y el reajuste de los instrumentos de las políticas sólo pueden ser objetivos a largo plazo. A medio plazo, el progreso sólo puede ser deliberadamente gradual, estableciéndose en todo momento garantías para no comprometer de forma involuntaria el objetivo fundamental de estabilidad financiera. El continuo diálogo entre los reguladores contables y las autoridades prudenciales augura nuevos avances en esta dirección.

VIII. Conclusión: afrontar los riesgos presentes y futuros

El próximo año por estas fechas, todos desearíamos poder estar tan satisfechos con la evolución de la economía mundial como hoy lo estamos. Las previsiones de consenso, junto con las del FMI y la OCDE, apuntan en esta dirección, reflejando las expectativas de que continúe el crecimiento más equilibrado observado recientemente en los países industrializados y que la demanda interna juegue un papel aún mayor en las economías de mercado emergentes. Otra buena noticia es que se prevé que continúe el moderado nivel de inflación en general. Los mercados financieros parecen haber compartido este optimismo. De hecho, los bajos niveles de volatilidad observados, al menos hasta fechas muy recientes, incluso parecían insinuar un grado de certeza poco habitual sobre este resultado. Además, los mercados parecen haber considerado adecuadas las recientes medidas de endurecimiento de la política monetaria adoptadas en numerosos países industrializados avanzados, al estimar que, lejos de entorpecer el crecimiento, es probable que lo potencien.

Los riesgos actuales

Esperemos que los mercados acierten en su valoración relativamente optimista. Con todo, el endurecimiento de las condiciones crediticias, tras un periodo de laxitud tan dilatado, deja margen todavía para dos tipos de error. En primer lugar, la contracción de la política monetaria quizá debería haber sido más intensa y temprana, por dos posibles motivos: las presiones inflacionistas subyacentes ya están bien arraigadas y las políticas relativamente acomodaticias han seguido favoreciendo la intensificación de una serie de “desequilibrios” financieros que se están agravando peligrosamente con el paso del tiempo. Ambas consideraciones parecieran exigir un endurecimiento más firme de la política monetaria. El segundo error posible está muy vinculado al anterior, y es que estos desequilibrios podrían haber alcanzado ya tal magnitud que el endurecimiento de la política monetaria podría provocar, al corregirlos, efectos perniciosos sobre el crecimiento y el empleo mundiales. Esta posibilidad aconsejaría adoptar, en cambio, una respuesta monetaria más mesurada. Dada la elevada incertidumbre e incluso el patente desacuerdo entre los analistas sobre la probabilidad de cualquiera de estos resultados, lo único que está claro es que el próximo año no será fácil para las autoridades económicas.

¿Qué motivos existen para creer que las presiones inflacionistas pudieran ser mayores de lo que en estos momentos se piensa? Resulta obvio que tanto las autoridades de Estados Unidos como las de Japón consideran que sus

economías vienen operando casi a plena capacidad, lo que suele ser motivo de preocupación. Por su parte, Estados Unidos se enfrenta al riesgo de una fuerte depreciación adicional del dólar, que podría exacerbar dichas presiones. Además, la economía mundial continúa creciendo con un vigor excepcional, generando quizás una dinámica que podría ser difícil de controlar. Los precios de la vivienda han ido aumentando con rapidez en casi todo el mundo y los de la energía y otras materias primas han alcanzado niveles récord. Los salarios también han seguido una tendencia alcista en regiones de China y en algunas otras economías de mercado emergentes, al tiempo que sobre el conjunto de Asia parecen cernirse crecientes riesgos inflacionistas.

De nuevo, los factores de incertidumbre son numerosos. Siendo pesimistas, si se hubieran subestimado los efectos antiinflacionarios que a escala mundial tienen los bienes más baratos procedentes de las economías emergentes, entonces el debilitamiento de esta influencia también podría tener repercusiones inesperadas. Además, existe una enorme incertidumbre acerca de si la economía mundial ha alcanzado un “punto crítico” en su capacidad para suministrar más petróleo y otras materias primas, por lo que los precios podrían permanecer en niveles elevados durante más tiempo que en épocas pasadas. Siendo optimistas, aún existen numerosas regiones en las economías de mercado emergentes que cuentan con bajos costes de producción, sobre todo en el centro y el oeste de China, con lo que la industria acabará por trasladarse también allí. Asimismo, los avances tecnológicos podrían compensar la creciente dificultad para encontrar nuevas reservas de materias primas. Sea como fuere, ambos procesos de ajuste llevarán su tiempo. Dados los niveles actuales de demanda mundial, el riesgo sería que entre tanto continuaran las presiones inflacionistas. Además, en la medida en que la credibilidad de los bancos centrales se ha visto reforzada en el pasado por circunstancias fortuitas, dicha credibilidad también podría ponerse a prueba, en cuyo caso, sin duda habría necesidad de defenderla con determinación.

¿Qué motivos existen para pensar que los “desequilibrios” representan una amenaza para el optimismo de cara al futuro? No resulta difícil identificar importantes variables macroeconómicas que muestran numerosas desviaciones significativas y de carácter sostenido respecto a sus patrones históricos. Ahora bien, la inquietud que despierta una reversión perjudicial hacia valores más “normales” debería matizarse en la medida en que tales desviaciones puedan explicarse y razonarse por su carácter duradero. Por desgracia, el recurso a estos “fundamentos” no parece apropiado para explicar ni el alcance ni la duración de las circunstancias excepcionales que vienen observándose, lo que permite acudir a una explicación complementaria: estos fenómenos podrían estar vinculados a la abundancia de liquidez presente en la economía mundial desde hace tanto tiempo.

El mercado de deuda a largo plazo en Estados Unidos probablemente sea el ejemplo más notorio de “fundamentos” incapaces de explicar de manera convincente la evolución de los mercados financieros. Así, conforme subían los tipos de interés oficiales estadounidenses, el tipo de interés a largo plazo disminuía, fenómeno en su día descrito como un auténtico “enigma”. En

periodos más recientes, la persistencia en niveles muy reducidos de los diferenciales de la deuda soberana de economías de mercado emergentes, incluso tras el aumento de los rendimientos a largo plazo, podría explicarse por una mejora general de la economía en los países emisores. Aun así, continúa siendo un misterio la drástica reducción de la dispersión de rendimientos entre los bonos emitidos por países con buenos resultados económicos y los de países con resultados mucho peores. El aumento casi universal de los precios de las acciones y de la vivienda resulta difícil de conciliar con las amplias divergencias en las perspectivas de crecimiento interno. La oleada de fusiones y adquisiciones de empresas, particularmente en Europa, también resulta difícil de explicar, pues cabría preguntarse qué pruebas hay de que la reestructuración de empresas mejore repentinamente las expectativas de valor añadido, en especial cuando parece que todavía hay relativamente poca disposición a acometer nuevas inversiones.

Por último, resulta complicado explicar la fortaleza del dólar de Estados Unidos hasta hace bien poco, habida cuenta de los niveles récord de su déficit exterior y del insólito ritmo de endeudamiento de los hogares de ese país. Un examen minucioso de los argumentos más en boga, desde la supuesta existencia de la “materia oscura”, hasta un “matrimonio de conveniencia” informal entre deudores y acreedores, pasando por el “atractivo intrínseco” de unos activos estadounidenses muy productivos, revela la incapacidad de todos ellos para asegurar que los actuales desequilibrios mundiales sean sostenibles. Para explicar la resistencia del dólar, debe recurrirse nuevamente a los diferenciales entre tipos de interés a corto plazo, particularmente a la persistencia de tasas bajas fuera de Estados Unidos. Una vez más, las condiciones monetarias ayudan a resolver un rompecabezas.

Dada la complejidad de la situación y los límites de nuestro conocimiento, resulta extremadamente difícil predecir cualquier evolución futura. Por un lado, bien podría sostenerse, como de hecho hace la mayoría de analistas, que el resultado más probable sigue siendo una vuelta ordenada al equilibrio. Valgan como ejemplo los actuales desequilibrios mundiales de las balanzas por cuenta corriente. En principio, si el dólar se depreciara y creciera la demanda externa de bienes producidos en Estados Unidos, los tipos de interés en ese país podrían subir para frenar la demanda interna justo en la medida precisa para evitar un aumento del desempleo o un repunte de la inflación. Si, a su vez, la demanda interna creciera en otros países a un ritmo suficientemente rápido como para sustituir la demanda previa procedente de Estados Unidos, ni el crecimiento ni la inflación mundiales se verían afectados. Por otro lado, tampoco cuesta identificar fuerzas que podrían dificultar algunos procesos de vuelta al equilibrio. En algunos casos, el resultado final sería un “estallido” de turbulencias en los mercados, y, en otros, un lento y doloroso “desinfe” del crecimiento económico durante un periodo prolongado. De no materializarse las previsiones de ajuste ordenado, la alternativa bien podría ser una combinación de ambos resultados.

Los agentes preocupados por un “estallido” de turbulencias en los mercados requieren tanto un detonante como motivos que avalen un posible

descontrol de la evolución de los precios en diversos mercados. Por desgracia, en ambos terrenos abundan los candidatos. El detonante podría ser la contracción de la política monetaria a escala mundial, que podría actuar de catalizador. Si bien el proceso de endurecimiento ya ha comenzado y lo ha hecho sin incidentes, un endurecimiento simultáneo tiene hoy en día tanto de posibilidad como de realidad. Otro desencadenante podría ser la aprobación en Estados Unidos de más leyes de corte proteccionista frente a China o a países exportadores de petróleo de Oriente Medio, lo que podría interferir en la financiación fluida del déficit por cuenta corriente estadounidense, ya que dichos países son en la actualidad los mayores compradores de obligaciones denominadas en dólares de Estados Unidos. Otra posibilidad sería la quiebra repentina de una gran empresa con importantes intereses financieros, o su recurso a la protección jurídica. Sin perjuicio de todas estas posibilidades, también se hace preciso señalar que los detonantes de la mayoría de las crisis financieras de las últimas décadas fueron prácticamente insospechados.

Asimismo, existen numerosos motivos de preocupación específicamente relacionados con los mercados, ante el eventual grado de desorden que conllevaría el inicio de un proceso de ajuste de precios hacia niveles más normales. Los mercados financieros de los principales países industrializados cuentan con numerosos participantes nuevos y productos novedosos, de complejidad y opacidad crecientes. En un entorno así, la liquidez de los mercados aún no ha sido puesta a prueba. El hecho de que la especulación con operaciones de *carry trade* parezca haberse intensificado en los últimos años implica además la posibilidad de que hayan dejado de ser tan rentables, lo que podría acabar traducándose en un deterioro mutuo de los riesgos de mercado, crédito y liquidez. En realidad, este tipo de interacciones ya se ha observado en el pasado. También podrían surgir problemas similares en economías de mercado emergentes, como de hecho podría haber comenzado a ocurrir ya, dada la enorme magnitud de las entradas de capitales durante el último año aproximadamente.

Por lo que respecta a los principales mercados de divisas, también hay motivos para temer que las fluctuaciones de los tipos de cambio puedan ser amplias y quizá bruscas. Una primera observación pertinente es que el ajuste comercial subyacente podría resultar bastante prolongado. La mera reducción del déficit por cuenta corriente estadounidense hasta el 3% del PIB podría requerir el traspaso de millones de trabajadores desde los sectores de bienes internacionalmente no comerciables hacia los comerciables, algo que no puede hacerse de la noche a la mañana. Además, dado que sus importaciones superan en más del 50% a sus exportaciones y que su crecimiento económico es mucho más rápido que el de otras economías, Estados Unidos tendrá que incrementar sustancialmente su competitividad para poder mejorar su balanza por cuenta corriente. El hecho de que los países que exportan a Estados Unidos fueran capaces de reducir sus costes en episodios anteriores de depreciación del dólar, manteniendo así sus márgenes y disminuyendo su transmisión a los precios, podría, en caso de repetirse, ser un obstáculo adicional para el ajuste de la cuenta corriente estadounidense. Es evidente,

además, que cuanto más se retrase el ajuste, mayor será la deuda externa acumulada y mayores sus futuros costes financieros. De hecho, aunque la balanza de rentas de la inversión de Estados Unidos haya registrado superávit hasta fechas muy recientes, la aritmética más elemental sugiere un deterioro significativo adicional en el futuro.

En tal situación, los compradores (tanto del sector público como del privado) de obligaciones denominadas en dólares estadounidenses podrían acabar por perder la paciencia. El sector privado extranjero posee el grueso de los valores de deuda en dólares, por lo que incluso una moderada cobertura de sus carteras podría tener notables efectos sobre los tipos de cambio. En cuanto a las tenencias del sector público, si bien es mucho más probable que su evolución sea estable, también aquí es posible identificar eventuales tensiones. En este sentido, incluso ligeras depreciaciones del dólar podrían ocasionar fuertes minusvalías a los principales tenedores de reservas, pudiendo llegar a generar cierta suspicacia a nivel político. Además, las reservas están ahora dirigiéndose más hacia países exportadores de energía, en los que las consideraciones estrictas de rentabilidad/riesgo podrían pesar con más fuerza en las decisiones de inversión. También cabría esperar que los cambios percibidos en el comportamiento del sector oficial propicien cambios en la conducta del sector privado.

Todas estas consideraciones llevan a concluir que los mercados que incorporan en sus valoraciones el escenario más optimista son mucho más susceptibles de regresar a niveles más normales. Además, dadas las interrelaciones entre todos estos mercados, tanto nacionales como internacionales, existe la probabilidad razonable de que, si un determinado mercado se viera sometido a considerables tensiones, éstas se transmitirían a otros. Considérese, por ejemplo, una brusca caída de la cotización del dólar estadounidense. En este contexto, la prima de riesgo por mantener activos denominados en dicha moneda podría aumentar, provocando tal vez una subida de los tipos de interés a largo plazo, que repercutiría a su vez en otros mercados, incluso en el de la vivienda. Otro ejemplo sería el coste de comprar protección frente a la volatilidad del mercado, que sigue siendo relativamente bajo. Si aumentaran estos costes, las tensiones que surgirían en determinados mercados harían que prácticamente todos ellos se vieran afectados.

Mientras que muchos analistas sin duda pondrían en tela de juicio la eventualidad de un “estallido” súbito en los mercados, aún existe la posibilidad de un “desinfe” en la vertiente real de la economía. Es decir, bien podría producirse una corrección gradual de los desequilibrios antes reseñados, pero de tal forma que lastrase considerablemente el gasto mundial durante mucho tiempo. Considérese en especial el potencial de recuperación de las tasas de ahorro de los hogares desde sus mínimos históricos, sobre todo en Estados Unidos. El ahorro podría aumentar por precaución, como reacción espontánea ante los mayores niveles de endeudamiento o por el temor entre las generaciones nacidas durante la explosión demográfica de la posguerra a no percibir íntegramente sus prestaciones por jubilación, ya sean pensiones públicas o privadas. Alternativamente, la recuperación de las tasas de ahorro podría ser una reacción a las subidas de los tipos de interés,

al aumento de las tensiones en los mercados y a la mayor incertidumbre sobre los precios de los activos en el futuro. El hecho de que los precios de la vivienda hayan alcanzado niveles tan altos en numerosos países y que este efecto “riqueza” parezca haber propiciado un mayor gasto hace más probable dicho resultado. Lo cierto es que, para el conjunto de un país, la riqueza asociada al encarecimiento de la vivienda resulta en gran medida ilusoria. Al tratarse de una modificación de los precios relativos, los beneficios que obtienen los ganadores quedan prácticamente compensados por los costes que soportan los perdedores. Cuando estos últimos finalmente empiecen a adaptarse a su nueva situación, la economía experimentará notables contratiempos.

Otro tipo de desequilibrios también podría generar dificultades similares. En China, el principal motivo de inquietud es que la asignación ineficiente del capital acabará manifestándose en una caída de los beneficios, con repercusiones ulteriores para el sistema bancario, las finanzas públicas y las perspectivas de crecimiento en general. Éste sería el clásico desenlace de un largo periodo de expansión cimentado en el crédito, algo muy similar a lo observado en su día en Japón. Además, una situación así podría tener consecuencias para los países industrializados más graves de lo que actualmente se intuye, ya que el tremendo potencial industrial de China, que además crece con rapidez, seguramente se orientaría aún más hacia la exportación. Si esto coincidiera con el repliegue de otros países, las interacciones resultantes —económicas, políticas y sociales— pondrían en serios aprietos a los sectores público y privado.

Por supuesto, la situación actual no plantea este tipo de problemas y es poco probable que lo haga en el futuro, por lo que las previsiones de consenso continúan siendo la mejor apuesta. Ahora bien, si se materializaran dichos riesgos, la sola magnitud de los posibles costes económicos bastaría para justificar ciertas reflexiones sobre la respuesta óptima de las autoridades económicas, no a título de pronóstico, sino como ejercicio de prudencia. No hay contradicción alguna en esperar lo mejor y prepararse para lo peor, en especial cuando las consecuencias inesperadas bien podrían resultar costosas.

Cómo mitigar los riesgos actuales

Hoy en día, no sólo afrontamos las habituales incertidumbres relacionadas con la respuesta a las incipientes presiones inflacionistas, sino también la inquietud por los diversos desequilibrios financieros, tanto internos como externos. Estos desequilibrios son el resultado de diez años o más de expansión vigorosa de la oferta mundial, lento avance de la demanda interna en las grandes economías —salvo en Estados Unidos— y excesiva utilización de políticas monetarias laxas para cerrar las brechas del producto. A la hora de elegir políticas para reducir los riesgos existentes, resulta imprescindible entender cómo se ha llegado a la situación actual.

El aumento de la oferta ha obedecido básicamente a la reintegración en el sistema económico internacional de economías previamente cerradas,

merced a la mejora generalizada de la tecnología y las comunicaciones. A ello se añaden crecientes ganancias de productividad, sobre todo en Estados Unidos. La continua desregulación de los mercados en los países industrializados, tanto de bienes como de factores productivos, también ayuda a explicar las perturbaciones positivas por el lado de la oferta registradas en la última década.

En cuanto al avance rezagado de la demanda, Asia es un buen ejemplo de altas tasas de ahorro típicas de poblaciones expuestas a las enormes incertidumbres que conlleva un cambio estructural, aunque también ilustra los efectos del tiempo que se requiere para adaptar los hábitos de gasto a un rápido crecimiento de los niveles de renta, algo que afecta también a las administraciones públicas de países exportadores de petróleo y otras materias primas. En los países industrializados, por su parte, también se han observado dos deficiencias estructurales. La primera ha sido la prolongada incapacidad de Alemania y Japón para recuperarse plenamente de las tensiones introducidas por la reunificación y por la burbuja de los precios de los activos, respectivamente. Ninguno de estos dos países fue capaz de lidiar íntegramente con el cambio estructural o de hacerlo con la oportuna rapidez. La segunda deficiencia ha sido el reiterado fracaso de la política fiscal en casi todo el mundo para resolver los problemas asociados a los excesos de los años 70 y principios de los 80. Desde entonces, los países industrializados, con la excepción de Japón, apenas han dispuesto de margen de maniobra fiscal para hacer frente a las desaceleraciones económicas, situación a la que ahora ni siquiera la economía japonesa es ajena. Numerosos países, en especial europeos, podrían haber resuelto hace tiempo este problema si hubieran adoptado políticas fiscales mucho más contractivas durante las etapas de intenso crecimiento económico.

Así las cosas, la política monetaria tuvo que afrontar en solitario no sólo la tendencia secular de insuficiencia de la demanda, sino también las crisis periódicas asociadas a perturbaciones en el sistema financiero. Hasta la fecha, las autoridades económicas han llevado a cabo esta labor de manera encomiable, puesto que el crecimiento ha sido sostenido y la inflación se ha moderado. No obstante, el paso del tiempo ha ido revelando efectos secundarios indeseados. Cada vez que alguna perturbación ha puesto en peligro el crecimiento, el recorte de los tipos de interés ha estimulado el gasto, como era de esperar, pero a costa de la acumulación progresiva de deuda, primero por las empresas y ahora también por los hogares. La creciente liberalización de los sistemas financieros ha reforzado este mecanismo de transmisión, permitiendo también a los países con mayor sofisticación financiera incurrir en abultados déficits por cuenta corriente. De hecho, cada aplicación exitosa de medidas anticíclicas de política monetaria ha hecho que cualquier medida restrictiva posterior entrañe más riesgo y que las medidas de relajación ulteriores tengan menos probabilidad de surtir efecto.

Para reducir los riesgos derivados de la continua expansión mundial, podrían adoptarse medidas adicionales. La primera resulta obvia: las políticas monetarias mundiales necesitan ir acompañadas de otras medidas para evitar fluctuaciones perniciosas de los tipos de interés y de cambio. En

concreto, precisan la ayuda de aquellas políticas que han sido tan deficientes en el pasado, a saber, la política fiscal y las reformas estructurales.

En cuanto a la primera, su orientación debería ser en general más restrictiva tanto en los países industrializados como en los mercados emergentes, lo que contribuiría también a restablecer el margen de maniobra de cara al futuro. La necesidad de disciplina fiscal es especialmente acuciante en Estados Unidos y en otros países con abultados déficits públicos y por cuenta corriente. En los países con déficit, la aplicación de paquetes de medidas de contención presupuestaria creíbles a medio plazo tranquilizaría también a los acreedores externos con respecto a la protección de sus intereses a más largo plazo. De manera indirecta, propiciaría asimismo un ordenado proceso de ajuste del dólar estadounidense.

En lo referente a las reformas estructurales, la magnitud de los desequilibrios comerciales mundiales haría muy deseables cambios estructurales que facilitasen la transferencia de recursos entre los sectores comerciables y no comerciables, ya que contribuirían a reducir la necesidad de fluctuaciones intensas y potencialmente nocivas de los tipos de cambio nominales. En Estados Unidos, la labor de revitalización del sector de bienes comerciables se prevé complicada al haberse reducido en gran medida la base industrial de ciertos productos. Con todo, la acreditada flexibilidad de la economía estadounidense ofrece motivos para el optimismo. Asimismo, podrían recortarse las actuales ayudas fiscales a fin de moderar la actividad en el sector de la vivienda (el bien no comerciable por excelencia) e introducir algún tipo de impuesto sobre el consumo que contribuya a elevar la reducida tasa de ahorro familiar, núcleo del déficit por cuenta corriente estadounidense. En otras regiones deben adoptarse medidas que estimulen el consumo y la producción de bienes no comerciables. Un buen número de países, en especial China aunque también Alemania y Japón, continúan dependiendo en exceso de estrategias de crecimiento basadas en la exportación. Es preciso replantearse la regulación gubernamental y otros incentivos que operan en el mismo sentido, dado que estos tres países afrontan procesos de rápido envejecimiento de la población que compelen a incrementar la productividad en su sector servicios.

En las circunstancias actuales, la política monetaria mundial también debería caminar por la senda del endurecimiento. Tanto si la preocupación proviene de las crecientes presiones inflacionistas a corto plazo como si se debe a la amenaza de los desequilibrios para el crecimiento sostenido a largo plazo, ambos conjuntos de indicadores apuntan en la misma dirección. Dicho esto, hay que señalar que estas dos fuentes de inquietud afectan de modo diferente a los distintos países. Por ejemplo, en Europa continental los niveles de capacidad productiva ociosa continúan siendo altos y los desequilibrios financieros son menos palpables, comparados con los de Estados Unidos y algunos países industrializados con objetivos de inflación, donde parece por tanto adecuada la orientación más contractiva de su política monetaria. Esta conclusión se ve reforzada por sus respectivas posiciones externas, ya que los países con déficits externos necesitan disminuir el gasto interno y una forma de conseguirlo es con tipos de interés más altos.

Una vez formulada esta recomendación de carácter general, lo difícil es decidir cómo instrumentar dicho endurecimiento. Uno de los problemas más espinosos surge a la hora de elegir el indicador que se utilizará para medir las tendencias inflacionistas subyacentes; las opiniones al respecto son muy variadas. En los países industrializados, el problema se ha debido principalmente a un cambio importante y sostenido en los precios relativos, caracterizado por un fuerte encarecimiento de la vivienda y de la energía y un comportamiento mucho más moderado de los precios de los bienes manufacturados. La pregunta entonces es si las autoridades económicas deben suponer que la tasa de inflación general, ahora más elevada, retrocederá con el tiempo hasta los niveles del índice subyacente, o bien asumir el supuesto contrario. Las economías de mercado emergentes afrontan problemas similares, aunque agravados por la relativa importancia de otro componente volátil, en este caso los alimentos. En tales circunstancias, quizás la única recomendación posible sea que los responsables de las políticas económicas presten aún más atención a las tendencias de inflación a más largo plazo, en lugar de centrarse en la mera consecución de objetivos cuantitativos a corto plazo.

Otra complicación estriba en que los parámetros orientativos que utilizan los bancos centrales para fijar sus tipos de interés también están modificándose. Según avanza la globalización, es probable que los indicadores de holgura de la capacidad productiva a escala mundial cobren un progresivo protagonismo como complementos útiles a las mediciones más tradicionales de presión inflacionista. Al mismo tiempo, dada la creciente inquietud por los efectos de los desequilibrios financieros sobre el crecimiento y la inflación, hay que extremar la vigilancia sobre dichos indicadores. Por otra parte, se constata cada vez más que los procesos económicos podrían tener características no lineales, por ejemplo expectativas de inflación rígidas que se tornan flexibles o desequilibrios aparentemente benignos que súbitamente inducen ventas masivas en los mercados financieros. Por último, en un mundo más globalizado, la actuación de las demás autoridades económicas adquiere mayor trascendencia. Si los principales centros financieros endurecieran al unísono y de forma significativa sus políticas, el efecto conjunto en términos de desinflación podría ser notablemente más acusado que el de la suma de las partes. Por tanto, aun cuando una orientación monetaria restrictiva parece deseable en casi todo el mundo, su aplicación deberá ser prudente y mesurada.

En muchos países, el tono de la política monetaria también dependerá en cierta medida de los desequilibrios externos y de sus efectos a la larga sobre los tipos de cambio. Una preocupación muy frecuente entre los analistas es la posibilidad de que este proceso se desestabilice, especialmente en los principales mercados cambiarios que aglutinan el grueso de la negociación. La probabilidad de que ocurra algo así disminuiría si los distintos países compartieran la carga del ajuste al alza en la cotización de sus monedas en función de la magnitud de sus superávits por cuenta corriente. En concreto, esto implica que las monedas asiáticas se aprecien aún más. Por fortuna, hay

indicios de que las actuaciones de los bancos centrales asiáticos se mueven en esta línea, destacando en muchos casos la moderación de sus intervenciones en los mercados cambiarios. No obstante, China sigue siendo una importante excepción, al haber acumulado en el transcurso de 2005 reservas adicionales por valor de 200.000 millones de dólares. En este país, al igual que en el resto de Asia, una mayor flexibilidad cambiaria también haría posibles políticas monetarias más restrictivas. Todo ello tendría una acogida favorable dada la preocupación generalizada por el recalentamiento de la economía interna, así como por la ineficiencia de la inversión en el caso de China.

Analizando las políticas en vigor, o incluso las comprometidas de forma creíble, sería un gran error pensar que los riesgos asociados a un ajuste externo han desaparecido en la práctica. Puesto que muchos de los principales protagonistas continúan centrándose casi exclusivamente en las prioridades internas, ya sean de índole económica o política, es previsible que los desequilibrios externos sigan agravándose. Así las cosas, se precisa una solución cooperativa por la que, en aras del bien común, cada uno de los principales países transija en sus políticas internas a cambio de que los demás se comprometan a hacer concesiones similares. No sería difícil identificar la mayoría de las políticas necesarias a tal efecto, a las que se ha aludido antes.

El verdadero problema estriba en su aplicación. Como condición imprescindible para llegar a una solución, las principales partes implicadas deben reconocer primero sin excepción que, en último término, la inacción será probablemente mucho más costosa que la cooperación. Una caída brusca de la cotización del dólar podría cebar la inflación en Estados Unidos y perjudicar los balances empresariales y las perspectivas de crecimiento de los países acreedores de Europa y Asia, además de agravar las indeseables tendencias proteccionistas patentes en todo el mundo. El reconocimiento de estas posibilidades debería fomentar un espíritu más cooperativo que, con un poco de suerte, sería suficiente para sortear los escollos que aún quedan en el camino.

Qué hacer si se materializan los riesgos

Es imposible predecir dónde y cuándo podrían materializarse los riesgos que conllevan los desequilibrios actuales. Aun así, conforme se reseñó anteriormente, dos escenarios parecen plausibles. En el primero se contemplaría una perturbación breve y brusca que afectaría a los mercados financieros internacionales, mientras que en el segundo asistiríamos a un prolongado periodo de lento crecimiento mundial conforme se corrigen gradualmente los desequilibrios. En realidad, podrían presentarse al mismo tiempo elementos de ambos escenarios.

Considérese en primer lugar un evento discreto que, de producirse, perturbaría los mercados financieros. ¿Qué podría hacerse por adelantado para prepararse ante dicha eventualidad? Una medida importante sería asegurar la integridad de los canales nacionales de comunicación entre las

principales entidades financieras, sus supervisores, el banco central y los operadores de componentes del engranaje financiero que resultan críticos para el sistema. Otra precaución sería garantizar un grado de apertura semejante en el plano internacional. En esta dirección avanza el debate actual entre reguladores de distintos países en torno a cuestiones que atañen a las jurisdicciones de “origen” y “acogida”, al igual que diversos memorándums de entendimiento en los que se establece a quién le corresponde cada acción y cuándo debe realizarse. En varios foros europeos se han llevado a cabo “juegos de estrategia” internacionales donde se simulan episodios de tensión que requieren una respuesta del sector público, de los que se han extraído lecciones muy valiosas. A escala mundial, el Foro sobre la Estabilidad Financiera, que agrupa a banqueros centrales, reguladores y agentes del Tesoro de gran parte de las principales economías, junto a representantes de instituciones financieras internacionales y comités especializados, ya ha contribuido de forma sustancial a prevenir crisis. Presumiblemente, el Foro podría desempeñar un papel relevante también en la gestión y en la resolución de crisis.

No obstante, numerosas mejoras son aún posibles y deseables. Las legislaciones nacionales que dificultan el intercambio de información urgente son todavía un obstáculo importante para la gestión de las crisis. Aún más importante puede ser la inexistencia de un acuerdo sobre la distribución internacional de las cargas u obligaciones en caso de dificultades. Ya se trate de fondos de garantía de depósitos, de la provisión de liquidez de emergencia o de la reestructuración de un banco con presencia internacional, el gasto finalmente ocasionado podría ser sustancial. Sin un acuerdo previo sobre la asignación de estas cargas, es fácil que se malogre la eficaz gestión de las crisis, al actuar las autoridades nacionales en respuesta a lo que consideran sus propios intereses internos.

En principio, podría evaluarse con antelación la predisposición de las instituciones financieras a abordar estos problemas. Las pruebas de tensión (o estrés) se han generalizado en las empresas financieras, lo cual es muy conveniente. Aun así, estas pruebas se fundamentan en supuestos simplificadores que, por definición, no captan todas las complejidades del mundo real. Las empresas deberían tener presentes estas limitaciones al prepararse para afrontar eventuales dificultades y al valorar la idoneidad de sus recursos propios. Tal vez sea más importante que las entidades financieras analicen qué ocurriría con la dinámica del mercado si otras instituciones reaccionaran ante determinadas perturbaciones del mismo modo, quizá incluso por consejo de las autoridades reguladoras, y que se preparen oportunamente para ello. También los reguladores podrían reflexionar sobre esta posibilidad. Como mínimo, contrapartes y reguladores deberían compartir más información sobre los resultados de estas pruebas.

La elaboración de estos planes de contingencia en previsión de dificultades se uniría a una amplia gama de medidas que se han adoptado a lo largo de los años para fortalecer la solidez de las instituciones financieras, los mercados, y los sistemas de pago y liquidación. Una sugerencia más

reciente que merece mayor atención es la posibilidad de crear bancos “listos para actuar” (*off the shelf banks*) en previsión de problemas. La idea consiste en crear una entidad jurídica que sea capaz de asumir, con escasa antelación, las funciones esenciales de una institución financiera insolvente, atenuando así las repercusiones de su cierre. Esta sería otra manera de limitar la permisividad reguladora, que en el pasado ha solido ser un problema.

En caso de producirse una crisis, la política económica podría actuar en varios planos. La respuesta tradicional sería inyectar liquidez en determinadas instituciones, pero esto plantea algunos interrogantes en un mundo que cambia con rapidez. El primero de ellos consiste en saber qué entidades serían respaldadas en un sistema financiero más orientado al mercado. ¿Serían sólo bancos nacionales o también bancos extranjeros, instituciones financieras reguladas, entidades instrumentales en la titulización de activos (SPV) o incluso otras entidades? Otra incógnita tiene que ver con la adecuación de las garantías reales, en concreto sobre la legalidad de aceptar títulos emitidos en el extranjero y la posibilidad de que el valor de las garantías resulte seriamente mermado en caso de crisis. La tercera incógnita se refiere a si debería estipularse con antelación en qué condiciones se procederá a la inyección de liquidez. Si bien hasta hace poco solía hablarse de la necesidad de emplear una “ambigüedad constructiva” para evitar el riesgo moral, ahora la “claridad constructiva” va ganando terreno entre los bancos centrales. En sustancia, se trata de instar a los propios bancos a adoptar todas las medidas que sean oportunas para garantizar su solidez, como condición para poder optar a la ayuda *in extremis* de las autoridades.

En un mundo donde prevalece cada vez más el funcionamiento del mercado, en realidad es más probable que la política económica reaccione ante cualquier episodio financiero grave con inyecciones generalizadas de liquidez y reducciones de los tipos de interés, como de hecho ha ocurrido en ocasiones en el pasado reciente. Una complicación sería que los distintos países reaccionaran de modo diferente, ya que esto podría traducirse en fluctuaciones indeseadas de los tipos de cambio. La solución en este caso pasaría por un intercambio de información más fluido entre los bancos centrales sobre sus posibles respuestas ante las perturbaciones. Podría presentarse otra serie de complicaciones si los tipos de interés se mantuvieran en niveles reducidos durante mucho tiempo, bastante más de lo necesario para restablecer el funcionamiento normal de los mercados. Estos últimos asuntos se abordan mejor en el marco del segundo grupo de eventuales problemas, relacionados con un periodo potencialmente largo de lento crecimiento económico mundial, acompañado quizá, pero no necesariamente, de tensiones en el sistema financiero.

Cabría preguntarse entonces cuál sería la respuesta idónea de la política económica en caso de que el futuro crecimiento económico se viera amenazado. El análisis de los antecedentes históricos revela la existencia de cuatro factores que podrían interactuar con consecuencias nefastas. En primer lugar, los tipos de interés reales pueden permanecer demasiado altos para estimular la economía, sobre todo cuando los tipos de interés nominales alcanzan su límite inferior de cero y caen los precios. Segundo, los salarios

reales pueden aumentar y los beneficios pueden reducirse, en especial si los salarios nominales presentan rigidez a la baja y los precios están descendiendo. En tercer lugar, los elevados niveles de endeudamiento pueden redundar en costes financieros muy onerosos con efectos contractivos sobre el gasto. Cuarto y último, la debilidad de la economía real puede transmitirse al sistema financiero, induciendo restricciones crediticias y recortes adicionales del gasto. La cuestión que se plantea es por tanto qué medidas podrían anular cada uno de estos canales, sabiendo que es probable que cualquier política que se proponga aporte tanto ventajas como inconvenientes.

En caso de una eventual desaceleración económica, el recorte de los tipos de interés para estimular la demanda agregada podría parecer una medida completamente lógica. Sin embargo, debido al fuerte endeudamiento acumulado en respuesta a relajaciones previas de la política monetaria, esta solución podría resultar inadecuada. En este sentido, la inusitada laxitud de las políticas monetaria y fiscal en Japón en la década de los 90 no bastó para reactivar la economía. En Estados Unidos, pese a la igualmente insólita relajación de sus políticas desde 2001, el repunte posterior estuvo entre los más débiles del periodo de posguerra, especialmente en términos de inversión en capital fijo y creación de empleo.

También debe admitirse que tipos de interés nominales muy bajos podrían generar además importantes efectos secundarios negativos, sobre todo en la oferta agregada. Tras un periodo de dispendio, el endeudamiento barato puede permitir la existencia de “empresas zombis” que sobreviven a base de refinanciar sus deudas, como ocurrió en Japón, en detrimento de compañías más saneadas. También aporta un fuerte estímulo para las fusiones y adquisiciones de empresas, aun cuando los antecedentes históricos demuestran que en este tipo de operaciones es más probable la destrucción de valor que su creación. Unos tipos de interés reducidos constituyen asimismo un canal de transferencia de recursos desde los acreedores hacia los deudores, que con el tiempo reduce el ahorro y la formación de capital, para acabar amenazando la elevación de los niveles de vida. También han de tomarse en consideración los efectos secundarios desfavorables que tienen los tipos de interés bajos para los mercados financieros. La búsqueda de rentabilidad puede ocasionar graves distorsiones y ser un factor de inestabilidad futura, conforme los inversionistas adquieren activos intrínsecamente más arriesgados, elevando para ello su grado de apalancamiento. Además, no es sencillo encontrar “salida” a esta clase de políticas. En la actualidad ya se están constatando este tipo de dificultades, que más adelante serán incluso peores si continúa el aumento de los niveles de deuda.

Todas estas consideraciones implican que, en caso de registrarse un periodo prolongado de débil crecimiento mundial, la relajación de las políticas monetarias y fiscales debería complementarse con otros instrumentos de índole más estructural. Puesto que la rentabilidad empresarial sostenida es condición necesaria para la recuperación del gasto de inversión, las medidas encaminadas a contener los salarios e incrementar la productividad resultan atractivas, aunque, una vez más, no están exentas de problemas. En primer

lugar, al igual que las políticas monetarias más laxas, estas medidas podrían no funcionar. En Japón, por ejemplo, pese a la contención durante años del crecimiento salarial, la inversión no consiguió recuperarse hasta fechas muy recientes. En segundo lugar, pagar salarios más bajos y a menos trabajadores implica en principio una menor masa salarial, con el consiguiente descenso de la renta y del gasto de los hogares. En Japón, la fuerte caída de la tasa de ahorro familiar logró amortiguar estos efectos sobre el gasto privado. Algo así podría ser menos probable si se produjera una recesión en países donde la tasa de ahorro ya es muy reducida, como ocurre actualmente en Estados Unidos.

Corrigiendo directamente el exceso de deuda también se contribuiría a evitar la aparición de problemas a largo plazo. En realidad, la tendencia hacia la titulización de la deuda, combinada con los nuevos instrumentos de transferencia del riesgo de crédito, podría estar elevando ya la incidencia de las quiebras empresariales, a diferencia de los procesos de "renegociación ordenada" dirigidos por bancos "comprensivos". En este sentido, sería muy recomendable reconocer con prontitud la insolvencia efectiva del deudor y resolver cuanto antes la situación, eliminando así mucha incertidumbre del sistema. Además, es patente el atractivo de aplicar procesos que garanticen la maximización del valor de los activos restantes. Si en este proceso también pudiera eliminarse capacidad productiva de sectores cuyos beneficios se han contraído hasta niveles muy bajos, se contribuiría asimismo a corregir los desequilibrios por el lado de la oferta previamente acumulados.

Al igual que las demás respuestas de política económica que acaban de analizarse, la reducción explícita de la deuda también presenta inconvenientes. El primero y más obvio es el riesgo moral, aunque su incidencia podría reducirse con un buen diseño de la legislación concursal. El segundo problema estriba en que el reconocimiento temprano y explícito de la incapacidad para atender el servicio de la deuda podría afectar a la solvencia del conjunto del sistema bancario. Hoy en día, este problema no lo sería tanto en los países industrializados, gracias al fenómeno generalizado de la titulización de deuda. Sin embargo, el crédito hipotecario y los préstamos a los hogares aún podrían convertirse en una fuente de complicaciones. Por otra parte, para los sistemas bancarios de economías de mercado emergentes, el alivio generalizado de la deuda o el recurso a procedimientos de quiebra todavía podría amenazar la solvencia de las instituciones a título individual y quizá la viabilidad del sistema en su conjunto.

Una vez aceptado el desafío, no debe olvidarse que también ofrece una buena oportunidad. En la medida en que el sistema bancario asuma las pérdidas y éstas se reconozcan explícitamente como tales, los subproductos de anteriores excesos se consolidan y su gestión resulta más sencilla. En concreto, el sistema bancario puede recapitalizarse y pueden adoptarse medidas para asegurar su rentabilidad en el futuro. Una vez recompuesto el sistema, podría participar plenamente en la financiación de una nueva expansión. La experiencia de los países nórdicos, que a finales de los años 80 experimentaron problemas de esta índole,

ilustra las medidas que podrían aplicarse con la necesaria voluntad política.

¿Pueden evitarse riesgos similares en el futuro?

En la actualidad, nadie cuestionaría los sustanciales beneficios económicos que reportó la reducción de la inflación desde los elevados niveles que alcanzó en la década de los 70. No obstante, con el paso del tiempo, fácilmente se olvida lo difícil que parecía esa tarea por aquel entonces. Las autoridades económicas de los años 60 y 70 coincidían en general en que la reducción de la inflación conllevaría costes en forma de desempleo que serían elevados y duraderos, superando con creces los beneficios de dicho esfuerzo. En esto, sin embargo, se equivocaron. Nuevos enfoques analíticos pusieron de relieve el papel que juegan las expectativas de inflación y cómo la credibilidad de las políticas podría primero reducir esas expectativas y a continuación mantenerlas bajas, con costes muy inferiores a los inicialmente previstos. Los excelentes resultados económicos cosechados por lo general en los países industrializados durante los últimos 20 ó 30 años confirman el acierto de quienes decidieron poner a prueba esas ideas.

No obstante, también contradiría la verdad histórica pretender que un entorno de inflación reducida es suficiente para evitar todos los problemas macroeconómicos. Las últimas décadas han sido testigo de todo tipo de alteraciones relacionadas en parte con la supresión de restricciones en sistemas financieros previamente reprimidos. Piénsese en la crisis financiera mexicana de 1994, la crisis asiática de 1997, el impago de la deuda rusa y los sucesos que rodearon a la quiebra de LTCM en 1998, así como en el desplome de los mercados bursátiles en 2001. Ninguno de estos acontecimientos vino precedido de un grado significativo de inflación manifiesta. Remontándonos más atrás, ni en Estados Unidos en los años 20 ni en Japón en los años 80 se observaron fuertes presiones inflacionistas. Así pues, resulta evidente que una tasa de inflación reducida, por muy deseable que sea, no siempre ha bastado para garantizar la buena marcha de la economía.

De forma similar, la evidencia reciente confirma también que no todos los episodios de caídas de precios acarrearán problemas macroeconómicos graves y que su origen tiene importancia. A pesar de que el aumento de la productividad y la intensificación de la competencia mundial han reducido en los últimos años la capacidad de las empresas para influir en la formación de los precios, la participación de los beneficios empresariales en la renta total ha crecido. Esto coincide con los resultados de estudios históricos basados en largos periodos muestrales, que revelan numerosos episodios de fácil coexistencia de deflación y crecimiento económico rápido. De hecho, estas investigaciones demuestran que la terrible experiencia de la Gran Depresión en Estados Unidos fue realmente un hecho singular.

En conjunto, todas estas reflexiones sugieren que la estrategia convencional para lograr la estabilidad de precios podría requerir algunos ajustes. Dadas las previsiones de inflación bien anclada a uno o dos años vista (horizonte normalmente utilizado por los bancos centrales), el riesgo estriba

en mantener los tipos de interés oficiales en niveles muy bajos en relación con las tasas esperadas de rentabilidad de la inversión. Las perturbaciones positivas por el lado de la oferta agravan este riesgo, al contener baja la inflación y alentar el optimismo entre los agentes económicos. Esto, a su vez, animaría a los empresarios a recurrir al crédito para comprar activos financieros e invertir en capital físico y materias primas. Del mismo modo, tipos de interés oficiales bajos y, por ende, costes de endeudamiento reducidos podrían inducir a los consumidores a anticipar sus compras, tanto de vivienda como de bienes de consumo duraderos. Es evidente que sus efectos sobre el gasto y la creación de empleo resultan, en buena medida, muy favorables. Sin embargo, a partir de un cierto punto aparecen los peligros, conforme la subida de los precios de los activos genera más especulación y provee las garantías necesarias para incurrir en el correspondiente endeudamiento. Cada uno de los episodios históricos de auge y desaceleración antes reseñados comparte en gran medida estos rasgos dinámicos.

Para dar cabida a todas estas posibilidades, se hace necesaria la modificación del marco analítico keynesiano, que continúa siendo el arma fundamental en el arsenal de cualquier banco central. Para orientar la fijación de los tipos de interés, se precisa ahora un conjunto de indicadores mucho más amplio, en concreto sobre los desequilibrios financieros, tanto internos como externos. En horizontes temporales más amplios, estos desequilibrios pueden representar una amenaza deflacionista para la estabilidad de precios, más peligrosa incluso que las “presiones” inflacionistas de corto plazo e índole más convencional reflejadas, por ejemplo, en las brechas del producto. El reconocimiento de este peligro implica ampliar el horizonte temporal en el que se evalúa el éxito de la política monetaria en términos de estabilidad de precios, a fin de que puedan manifestarse todos sus efectos. En ciertas circunstancias, la subida de los tipos de interés podría reducir transitoriamente la inflación más de lo deseado, pero esta posibilidad podría ser incluso preferible a un escenario de auge y desaceleración, en el que tampoco se alcance el objetivo de inflación, pero por un margen mayor y durante más tiempo. Alternativamente, este dilema podría atenuarse utilizando otros instrumentos, más propios de la regulación, con el fin de limitar antes de nada la acumulación de desequilibrios financiados por la expansión del crédito. No obstante, la puesta en práctica de estas sugerencias exigiría cambios palpables tanto en la cultura de la regulación financiera como en la naturaleza de la relación entre los bancos centrales y otras instituciones públicas.

