

1. Presentación general: reconsideración de la recuperación económica

Los meses de julio y agosto de 2004 fueron testigos de divergencias en la opinión de los mercados acerca del vigor de la recuperación económica mundial. El rendimiento de los bonos y el precio de las acciones disminuyeron, si bien los diferenciales de rendimiento apenas variaron. Los mercados anticiparon con facilidad las subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en junio y agosto (por primera vez desde el año 2000), pero la sorprendente debilidad del crecimiento del empleo en este país se dejó sentir en los mercados de renta fija y variable. A todo ello se unió el encarecimiento del petróleo. En cambio, los inversionistas en los mercados de deuda privada parecieron no alterarse ante el acontecer económico.

En los mercados emergentes, los inversionistas en bonos incluso se mostraron alcistas a pesar de los síntomas de debilidad de la economía mundial. Gran parte de la ampliación de los diferenciales registrada en estos mercados entre abril y mayo quedó invertida en agosto, posiblemente al reanudarse las estrategias de *carry trade* (que consisten en endeudarse a corto plazo a bajo coste para financiar inversiones a más largo plazo o en títulos más especulativos). En vista de estas condiciones de financiación tan favorables, el ritmo de endeudamiento en los mercados emergentes no dio muestras de moderación en el segundo trimestre y principios del tercero, siendo concretamente las empresas asiáticas las que más aumentaron su emisión de títulos internacionales.

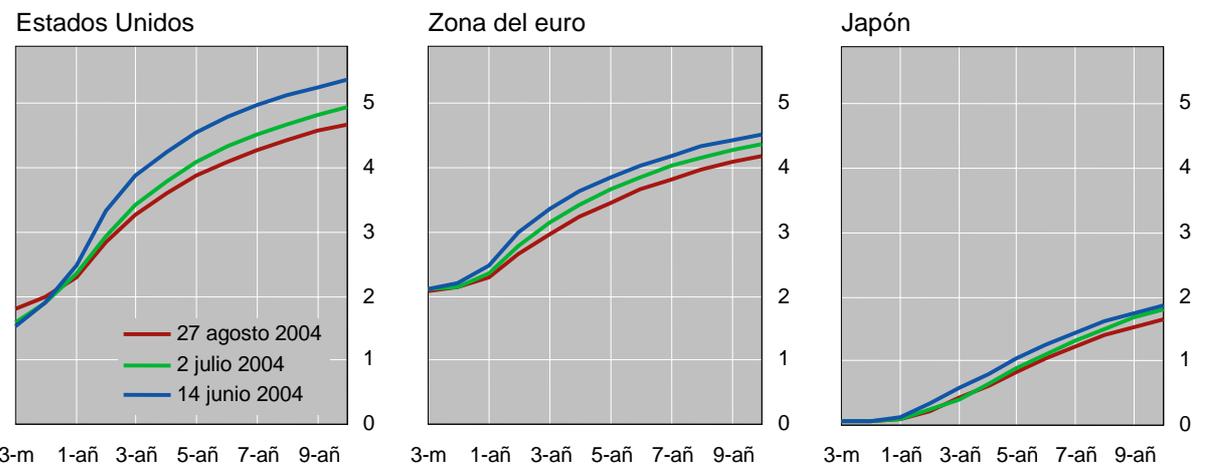
Caída de los rendimientos ante la creciente incertidumbre

Reacción contenida ante unos mayores tipos de interés ...

El 30 de junio, finalmente se produjo el tan anticipado giro en el ciclo de política monetaria en Estados Unidos, cuando la Reserva Federal subió su tipo de interés objetivo en 25 puntos básicos. En su siguiente reunión celebrada seis semanas después, volvió a hacerlo en otros 25 puntos. Resulta significativo que los rendimientos a largo plazo, lejos de subir, reaccionaran a la baja. El 27 de agosto, la rentabilidad de los swaps sobre tipos de interés a 10 años en dólares de EEUU se situaba 65 puntos básicos por debajo de su máximo alcanzado a mediados de junio. En ese mismo periodo, el rendimiento de sus equivalentes en euros y en yenes cayó unos 35 y 20 puntos básicos respectivamente (véase el Gráfico 1.1).

Curvas de rendimiento de los swaps

En porcentaje



Nota: para vencimientos en dólares de EEUU y en yenes a tres, seis y 12 meses, Libor; para vencimiento en euros a tres y seis meses, tipos de interés para los depósitos en euros.

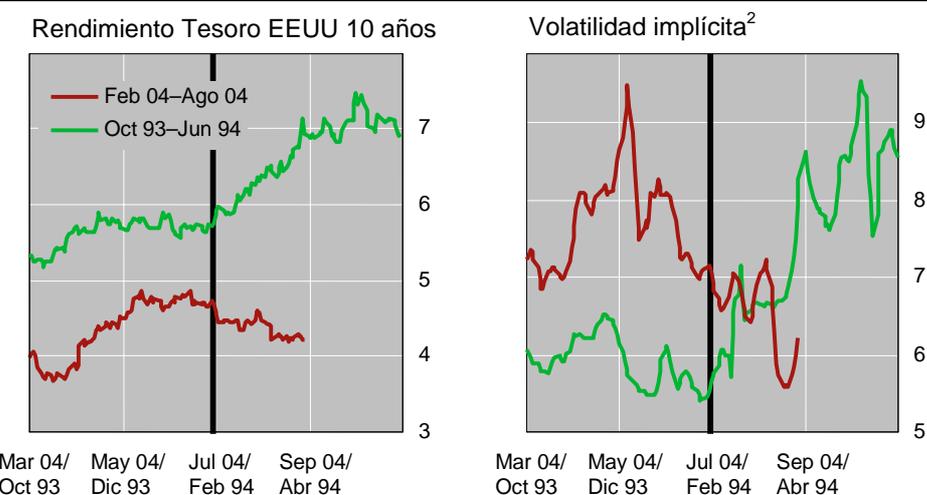
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 1.1

La oscilación de los rendimientos a largo plazo fue muy distinta a la que se produjo tras la subida de tipos de interés decidida por la Reserva Federal en febrero de 1994, que también se produjo tras un largo periodo con tipos de interés en niveles bajos (véase el Gráfico 1.2), ya que en dicha ocasión, los rendimientos reaccionaron pronunciadamente al alza. El comportamiento de la volatilidad también fue distinto, ya que en 1994 las volatilidades implícitas aumentaron, mientras que en julio y agosto de 2004 disminuyeron.

Mercados de bonos EEUU en 1994 y 2004¹

En porcentaje



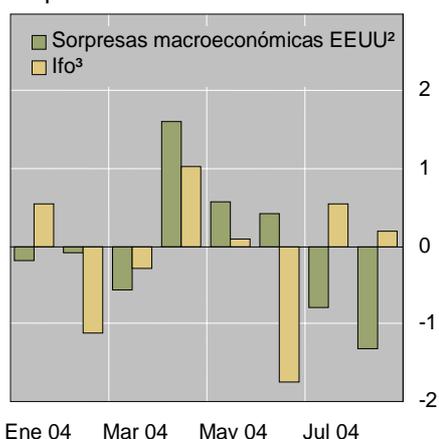
¹ Líneas verticales = 29 junio 2004 / 3 febrero 1994. ² Media móvil de 5 días, volatilidad implícita en el precio de las opciones de compra *at-the-money* sobre los futuros de la deuda pública de EEUU a 10 años.

Fuente: Bloomberg.

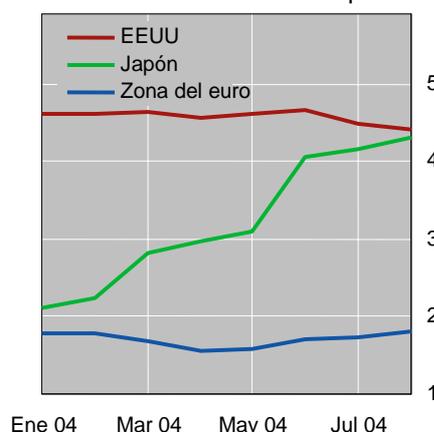
Gráfico 1.2

Datos macroeconómicos y previsiones de crecimiento

Sorpresas macroeconómicas¹



Previsiones de crecimiento para 2004⁴



¹ Cifras normalizadas, basadas en la diferencia entre las cifras reales y las previsiones de consenso. Las observaciones se sitúan en el mes el que se dieron a conocer las cifras obtenidas. ² Media ponderada de las sorpresas normalizadas de la encuesta ISM, los datos sobre la tasa de empleo no agrícola, las ventas al por menor, así como los anuncios sobre precios industriales y precios de consumo. ³ La encuesta alemana Ifo es un índice sobre el clima empresarial realizado por el Institut für Wirtschaftsforschung a partir de las respuestas de los encuestados. ⁴ Variación porcentual con respecto al año anterior. Previsiones publicadas mensualmente por Consensus Economics. Las observaciones se sitúan a finales de mes en el que se realizó la previsión.

Fuentes: Bloomberg; © Consensus Economics; cálculos del BPI.

Gráfico 1.3

... debido al comunicado precedente de la Fed ...

Existen al menos dos razones que explican esta marcada diferencia entre el comportamiento de los mercados de deuda en 2004 y 1994. La primera radica en que en la actualidad, la Reserva Federal comunica sus intenciones de una manera más amplia y abierta¹, de modo que mientras que en febrero de 1994 su decisión cayó por sorpresa en los mercados, en esta ocasión la subida ya se había descontado en los títulos de renta fija. De hecho, durante las variaciones de los tipos de interés de junio y agosto, los inversionistas reaccionaron en mayor medida ante los matices de los comunicados que acompañaron a las decisiones que ante las propias subidas. Así, los agentes del mercado se sosegaron ante el probable “ritmo mesurado” al que la Reserva Federal iría aumentando los tipos de interés a partir de su comunicado con fecha 30 de junio.

... y a una recuperación más débil de lo esperado

La segunda razón es que los datos económicos dados a conocer durante las semanas que siguieron a la subida de junio daban muestras de una economía menos sólida en comparación con 1994. Los anuncios de empleo en Estados Unidos publicados a principios de julio y agosto fueron mucho más pobres de lo esperado, lo que provocó un marcado descenso de la rentabilidad de los bonos en todo el mundo. En el caso de los títulos del Tesoro estadounidense, su rendimiento se redujo en cerca de 20 puntos básicos después de cada anuncio, lo que unido a otros anuncios desfavorables, hizo que los economistas revisaran a la baja sus previsiones de crecimiento para este país (véase el Gráfico 1.3).

¹ Véase el 74º Informe Anual del BPI, 28 de junio de 2004, pp. 90 a 97.

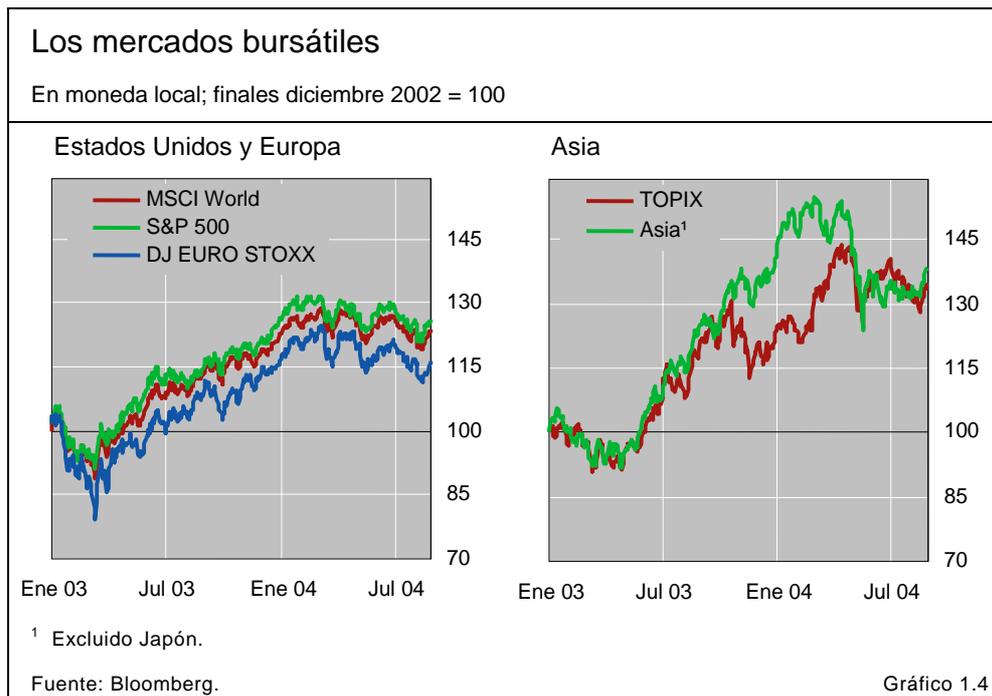
En Europa, los datos publicados fueron más favorables de lo que muchos habían anticipado. Pese a todo, los rendimientos a largo plazo en el mercado en euros, que se habían desligado del mercado en dólares durante la oleada de ventas registrada en abril, volvieron a seguir de cerca a la divisa estadounidense en julio y agosto, a lo que probablemente contribuyó el que la recuperación europea dependa tanto de una fuerte demanda exterior. Por ejemplo, muchos observadores interpretaron los resultados mejor de lo esperado que arrojó la encuesta Ifo el 27 de julio como una mejora de las exportaciones, y no tanto como una consecuencia de la demanda interna, ante lo cual los rendimientos del *bund* alemán apenas oscilaron.

Los rendimientos del *bund* responden más a los datos de EEUU que a los de Alemania

Asimismo, los mercados en Japón tendieron a conceder mayor importancia a las noticias procedentes de Estados Unidos que a la evolución de la economía nacional. Unos datos macroeconómicos en general congruentes con la fuerza de las importaciones y de la inversión empresarial dispararon una vertiginosa subida de los rendimientos en yenes a largo plazo. Sin embargo, en julio y agosto se invirtió la tendencia a pesar de unas mayores muestras de recuperación económica. Así por ejemplo, el 9 de agosto los mercados de bonos apenas reaccionaron ante unas cifras de pedidos de maquinaria sorprendentes positivas y se centraron en cambio en los datos sobre el empleo estadounidense que se habían dado a conocer antes.

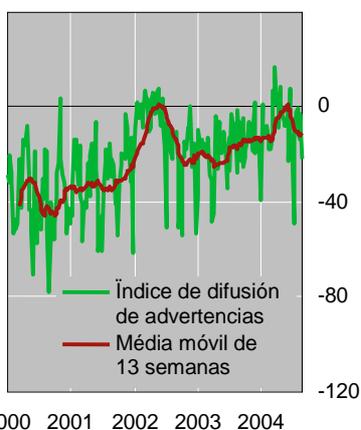
Los mercados bursátiles se atemperan ante las advertencias sobre beneficios

La preocupación acerca del vigor de la recuperación económica también dejó su impronta en los mercados bursátiles, que a pesar de haberse recuperado brevemente en mayo, volvieron a retomar su senda bajista a partir de julio. El 27 de agosto, el S&P 500 perdía un 3% con respecto a su cota de finales de

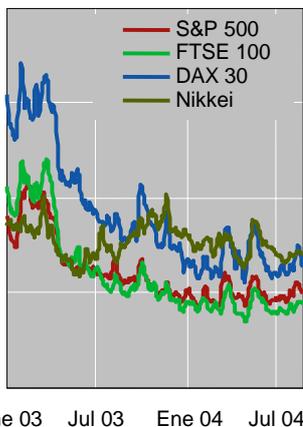


Beneficios, volatilidad y aversión al riesgo

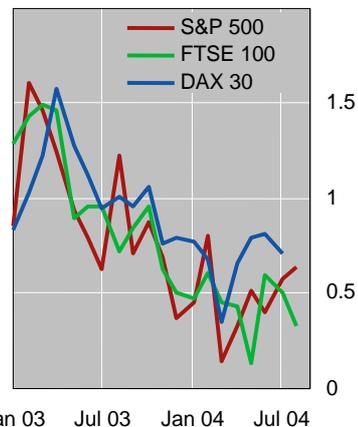
Advertencias sobre resultados en EEUU¹



Volatilidad implícita²



Aversión al riesgo³



¹ Sociedades del índice S&P 500. ² Basada en el precio de las opciones de venta sobre índices bursátiles; media móvil de cinco días. ³ Diferencia entre la distribución de rendimientos implícita en las opciones con precio de ejercicio variable y la distribución basada en los rendimientos efectivos calculados a partir de datos históricos. Para saber más, véase el Informe Trimestral del BPI de marzo de 2004.

Fuentes: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; cálculos del BPI. Gráfico 1.5

junio de 2004 (véase el Gráfico 1.4). Por su parte, el DJ EURO STOXX y el TOPIX perdían el 3% y el 4% respectivamente.

Las bolsas tendieron a hacer caso omiso de los anuncios positivos de beneficios en el segundo trimestre para centrarse en las advertencias sobre futuros beneficios. Casi el 70% de las sociedades del índice S&P 500 superó las previsiones de los analistas en cuanto a beneficios para el segundo trimestre de 2004, frente al 65% que lo hicieron en el mismo periodo del año anterior. Sin embargo, fueron los anuncios sobre previsión de beneficios e ingresos empresariales los que empeoraron a partir de junio (véase el Gráfico 1.5).

El mayor impacto lo tuvieron las advertencias sobre beneficios de las empresas informáticas, cuyo sector en conjunto no consiguió seguir los índices amplios. El anuncio de Intel el 13 de julio sobre resultados peor de lo esperado para el segundo semestre de 2004 provocó ventas masivas en los mercados bursátiles, incluidas las plazas asiáticas, A Intel le siguieron otras empresas líderes del sector, como Cisco Systems, Hewlett Packard y Nokia. Por su parte, el anuncio de Microsoft el 20 de julio sobre mayores dividendos y recompra de acciones por un total de 75.000 millones de dólares a lo largo de cuatro años, que en circunstancias normales habría sido bien acogido por las bolsas, se interpretó de forma negativa como una señal de las pocas oportunidades de inversión que ofrecía el sector tecnológico.

El encarecimiento del petróleo también tambaleó los mercados bursátiles mundiales. La creciente demanda y las limitaciones a corto plazo de la oferta provocaron una subida de precios en 2004. Hacia finales de junio, el crudo se había encarecido casi un 14% con respecto a su nivel de finales de 2003, creciendo un 17% más hasta el 27 de agosto. A todo ello se unió la inquietud

Las advertencias sobre beneficios perjudica a las bolsas ...

... especialmente al sector tecnológico

En encarecimiento de petróleo también impactó en los mercados bursátiles

En busca del oro negro: especulación en los mercados de petróleo

El rápido encarecimiento del petróleo en los últimos meses ha puesto de relieve el papel que desempeñan los especuladores en este mercado. Al haber permanecido estable – o incluso haberse reducido – los precios en los principales mercados de acciones, bonos y deuda, los inversionistas en busca de alta rentabilidad parecen haberse decantado por el mercado de productos básicos, en concreto el mercado petrolero. Los datos disponibles indican que los operadores considerados especuladores han aumentado sus posiciones en estos mercados, si bien no queda claro por qué motivos y qué influencia pueden tener en los precios del petróleo.

Esta actividad especuladora se produjo principalmente en el mercado de futuros, donde los contratos estándar fomentan la liquidez. Una posición a largo en el mercado de futuros equivale a tomar prestados fondos para comprar un bien subyacente en el mercado al contado y pagar los gastos relacionados con el almacenamiento de este producto hasta su fecha de entrega. Así pues, el arbitraje asegura una estrecha relación entre los precios a futuro y al contado. La contratación de futuros se encuentra muy concentrada: en el *New York Mercantile Exchange* se realiza aproximadamente el 65% de las operaciones mundiales de futuros de crudo y el *International Petroleum Exchange* de Londres por su parte capta el 30%, mientras que el resto de mercados representan en conjunto menos del 5%.

Los datos recabados por el organismo regulador de los futuros en Estados Unidos, la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), señalan un aumento de la actividad en los mercados de futuros de petróleo por parte de intermediarios no comerciales desde finales de 2003. Más concretamente, se ha constatado un marcado aumento de sus posiciones largas a la espera de un encarecimiento del petróleo. Entre los intermediarios no comerciales se cuentan bancos de inversión, fondos de cobertura y otros agentes que negocian en los mercados de futuros principalmente con fines especuladores. La CFTC define a los intermediarios comerciales como aquéllos que intentan cubrir su producción o consumo.

Las posiciones abiertas a futuro sobre crudo (esto es, contratos celebrados pero que no han sido perfeccionado con su correspondiente operación o entrega), aumentaron en más de un 25% a lo largo de los ocho primeros meses de 2004 (véase panel izquierdo del gráfico inferior). A lo largo del periodo, las posiciones mantenidas por intermediarios no comerciales alcanzaron en promedio el 37% del total de posiciones abiertas, frente al 32% registrado en 2003 (véase el panel central del gráfico inferior). En cambio, la participación de los intermediarios no comerciales en posiciones a corto abiertas descendió ligeramente por término medio con respecto a 2003. Las variaciones en las posiciones netas largas de los intermediarios no comerciales (es decir, sus posiciones abiertas

Mercados de futuros de petróleo¹



¹ Contratos a futuro sobre crudo, negociados en el *New York Mercantile Exchange*. ² Media móvil de 4 semanas, en miles de contratos. ³ Posiciones a largo de intermediarios no comerciales, en porcentaje del total de posiciones largas observables; media móvil de cuatro semanas. ⁴ Precio del barril West Texas Intermediate; en dólares de EEUU. ⁵ Posiciones netas (posiciones largas menos cortas) de intermediarios no comerciales; en miles de contratos.

Fuentes: Bloomberg; New York Mercantile Exchange; datos nacionales; cálculos del BPI.

a largo menos sus posiciones abiertas a corto) suelen coincidir con las oscilaciones del precio del crudo. De hecho, la correlación entre estas oscilaciones y las variaciones semanales de las posiciones a largo netas que mantienen los agentes no comerciales rondó el 0,8 en los ocho primeros meses de 2004.

Es posible que esta mayor presencia de intermediarios no comerciales en el mercado de petróleo haya provocado un comportamiento gregario, pues combinada con la tendencia alcista del precio del petróleo, podría haber instando a los intermediarios a tomar posiciones frente a mayores incrementos de precios, lo que ha su vez habría reforzado todavía más la tendencia alcista. Sin embargo, también es posible que los cambios de actividad en el mercado de futuros hayan estado motivados por cambios en la percepción de desequilibrios fundamentales en la oferta y demanda petrolera, también entre los intermediarios comerciales. Los datos disponibles arrojan poca luz sobre cuáles son los motivos que subyacen tras estos cambios de posición.

acerca de posibles interrupciones del suministro en importantes países exportadores de petróleo, como Arabia Saudita, Rusia y Venezuela. Muchos han señalado un aumento de la actividad especuladora como agravante de esta situación, si bien no queda claro hasta qué punto (véase el cuadro de la página 6).

Aunque en el pasado el precio del petróleo ha precedido en varias ocasiones episodios inflacionarios, esta vez los participantes en el mercado se mostraron menos preocupados al respecto, inquietándose más por las repercusiones que podría tener el encarecimiento del petróleo para la demanda agregada y los beneficios empresariales. Las expectativas de inflación a largo plazo, ya sea basadas en encuestas o en los precios de los bonos indicados a la inflación, permanecieron contenidas.

Pese a que los inversionistas en renta fija y variable reajustaron sus perspectivas de crecimiento a corto plazo, la volatilidad de las acciones se mantuvo en niveles bajos. Así, la volatilidad implícita de las opciones sobre el índice S&P 500 se situó muy por debajo de su promedio del 20% entre 1995 y 2003, quedando rápidamente anulado cualquier atisbo de repunte, como el ocurrido tras el anuncio de las cifras de empleo en Estados Unidos el 6 de agosto. De estas opciones se desprende que los inversionistas en renta variable se han mostrado más adversos al riesgo durante el segundo y tercer trimestre de 2004, algo que normalmente conllevaría un aumento de la volatilidad, pero que en este caso pareció quedar contrarrestado ante las expectativas de los inversionistas de que la volatilidad permanecería extraordinariamente baja en el futuro.

La mejora de la calidad crediticia favorece los diferenciales

Los inversionistas en los mercados de deuda parecieron no inmutarse ante la evolución de los mercados de bonos y acciones. A lo largo de los ocho últimos meses de 2004, los diferenciales de rendimiento de los bonos denominados en dólares emitidos por empresas con calificación BBB apenas han oscilado, fluctuando en una banda de entre 120 y 130 puntos básicos aproximadamente. Por su parte, el mismo tipo de bonos en euros incluso se inclinó a la baja, cayendo hasta los 80 puntos básicos hacia finales de agosto desde los 90 puntos registrados a finales de 2003 (véase el Gráfico 1.6). Lo cierto es que

Escasa volatilidad a pesar de un menor apetito por el riesgo

Los diferenciales de rentabilidad se estrechan ...

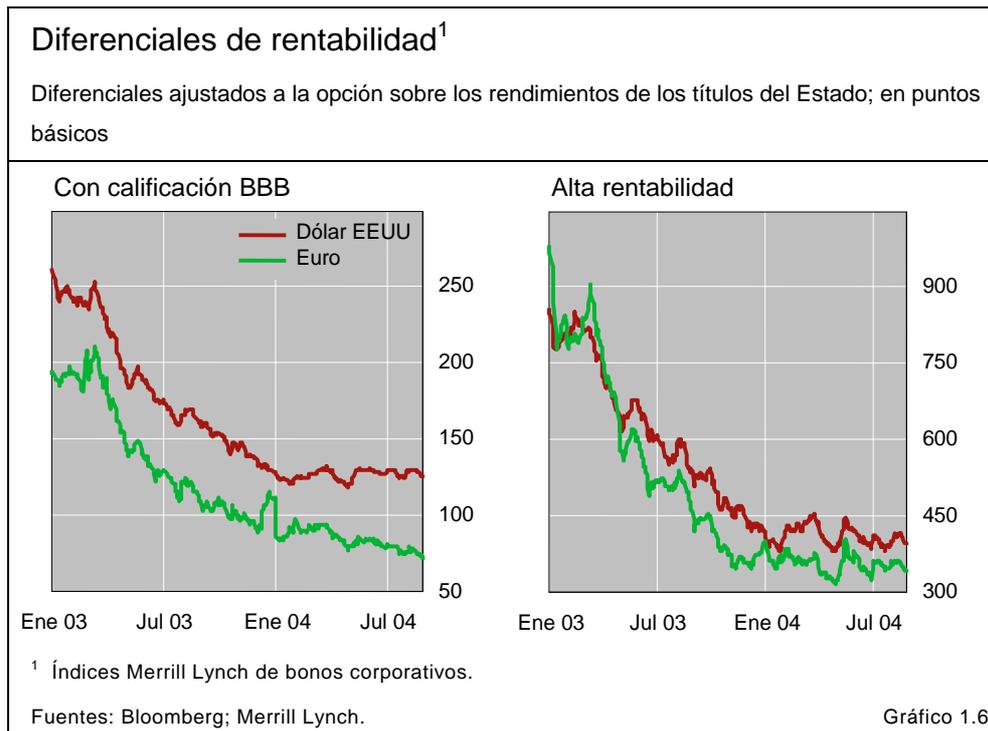
las sociedades con calificación inferior a BBB suelen mostrarse más sensibles a las subidas de los tipos de interés que las que cuentan con grado de inversión, ya que suelen soportar mayores deudas y pasivos a corto plazo. Incluso los diferenciales de empresas con alta rentabilidad permanecieron relativamente estables tras la subida de los tipos de interés en Estados Unidos, acercándose en el mercado de dólares a sus mínimos alcanzados anteriormente en 2004.

Los inversionistas en deuda acogieron con beneplácito las continuas mejoras de la calidad del crédito empresarial. El número de quiebras y rebajas de calificación registrado volvió a disminuir durante el primer semestre de 2004. De hecho, según la agencia Moody's, las mejoras de calificación superaron a los descensos por primera vez desde el año 2000, aunque por un estrecho margen. Tanto en Europa como en Estados Unidos, este giro en la calidad del crédito estuvo abanderado por las entidades financieras, especialmente los bancos. Sin embargo, entre las entidades no financieras, las rebajas de calificación todavía superaron a las mejoras, si bien esta diferencia no dejó de reducirse.

... a medida que disminuyen las quiebras ...

La cantidad de nuevos préstamos recibidos por sociedades estadounidenses, europeas y japonesas permaneció contenida a medida que éstas continuaban con sus esfuerzos para reducir su nivel de apalancamiento. En la primera mitad de 2004, la emisión de bonos corporativos en el mercado de dólares de Estados Unidos se contrajo en un 15% con respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que en el mercado en euros lo hizo en un 40% (véase el Gráfico 1.7). Los préstamos sindicados alcanzaron un nuevo máximo en el segundo trimestre, aunque se debió en gran parte a la actividad de refinanciación (véase "International syndicated credits in the second quarter of 2004" en la página 23 de *Quarterly Review*). Las entidades bancarias

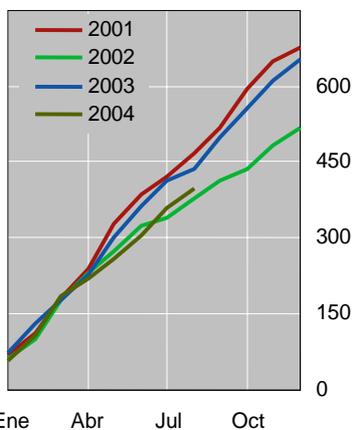
... y las empresas reducen su apalancamiento



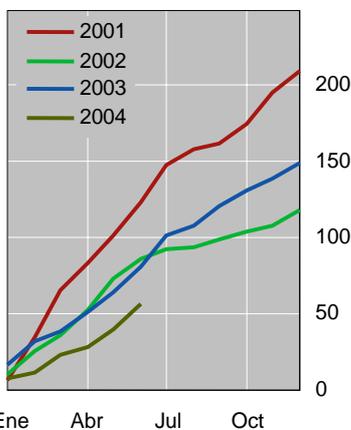
Mercados de deuda empresarial

Entidades no financieras; en miles de millones de moneda local

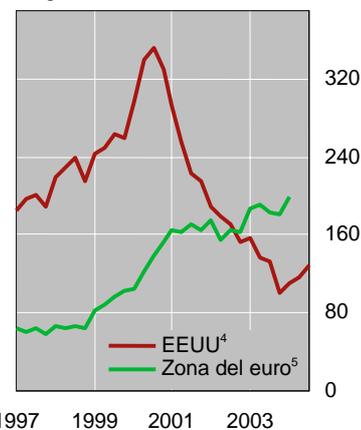
Emisión bonos EEUU^{1, 2}



Emisión bonos zona del euro¹



Pagarés comerciales³



¹ Emisión acumulada bruta mensual. ² Incluye entidades financieras. ³ Cantidades en circulación. ⁴ Desestacionalizado. ⁵ Emisiones en mercados nacionales e internacionales.

Fuentes: Comisión Europea; Bloomberg; Euroclear; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico 1.7

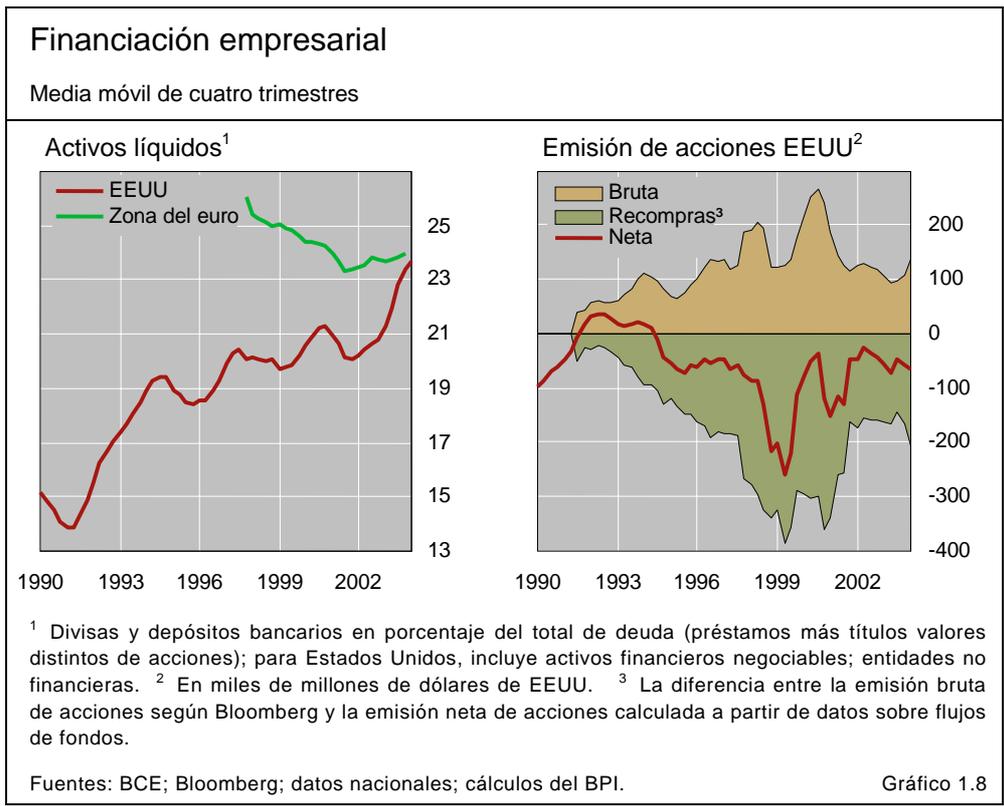
persuadieron a los prestatarios para que refinanciaran sus préstamos antes del vencimiento ofreciéndoles condiciones de refinanciación más atractivas. Así, los diferenciales crediticios de los préstamos sindicados parecen haberse estrechado durante el primer semestre a pesar de que los diferenciales de rendimiento de los bonos apenas variaron.

Las necesidades de financiación por parte de las empresas podrían aumentar en un futuro cercano. Concretamente en Estados Unidos, la mejora del balance empresarial observada en 2002 y 2003 se debió en gran parte a la recuperación de la rentabilidad corporativa². Ahora que el aumento de beneficios comienza a remitir, las necesidades de financiación de las empresas probablemente aumenten si persiste el repunte de la inversión en bienes de equipo que comenzó a mediados de 2003. En la actualidad, ya se han dado muestras de una reanudación del préstamo a corto plazo. Por ejemplo, en el primer semestre de 2004 se recuperó la emisión de pagarés comerciales por parte de entidades no financieras en Estados Unidos y en la zona del euro (véase el Gráfico 1.7).

Si bien las sociedades estadounidenses y las europeas han acumulado cantidades sustanciales de efectivo a lo largo de los últimos años, lo cierto es que no se sabe con certeza si utilizarán estos activos ya sea para reducir su endeudamiento neto o para retirar parte de su deuda de la circulación. Hacia finales de marzo de 2004, los activos líquidos representaban el 23% de la deuda de las entidades no financieras de Estados Unidos, frente al 18% de promedio registrado durante la década de los 90 (véase el Gráfico 1.8). La suma del efectivo y los depósitos mantenidos por sociedades de la zona del

Una mayor liquidez empresarial ...

² Véase el 74º Informe Anual del BPI, 28 de junio de 2004, pp. 133 y 134.



euro alcanzó el 25% del total de deuda circulante. Estos activos podrían utilizarse para satisfacer sus obligaciones financieras, por ejemplo para retirar la deuda a su vencimiento, lo que repercutiría a favor de los tenedores de bonos, o bien podría utilizarse para financiar fusiones y adquisiciones, recomprar acciones o distribuir dividendos, lo que beneficiaría más a los accionistas que a los titulares de bonos.

Al parecer, las sociedades están optando más por lo segundo que por lo primero, de tal modo que se están registrando más adquisiciones (incluidas compras apalancadas) y recompra de acciones. Los datos muestran que la recompra de acciones por parte de empresas estadounidenses ha crecido desde mediados de 2003 a un ritmo superior a los anuncios de oferta pública inicial y secundaria de colocación en bolsa, lo que ha dado lugar a un descenso de la emisión neta de acciones. Al contrario que a principios de los años 90, la emisión neta de acciones por parte de empresas estadounidenses no ha llegado a ser positiva durante el periodo más reciente de desapalancamiento empresarial.

... ha disparado la recompra de acciones

Los mercados emergentes se recuperan a pesar de la subida de los tipos de interés

Al igual que ha ocurrido en los mercados de deuda, los inversionistas de los mercados emergentes parecieron no inmutarse ante los anuncios negativos que lastraron la rentabilidad de los bonos y el precio de las acciones en la mayoría de mercados. De hecho, los diferenciales de la deuda emergente se fueron estrechando a medida que se reducían los rendimientos estadounidenses (véase el Gráfico 1.9) La ampliación de los diferenciales de

Los diferenciales de los mercados emergentes también se estrechan ...

rendimiento en los mercados emergentes durante el periodo de ventas generalizadas entre finales de abril y principios de mayo quedó en su mayoría anulada a lo largo de los tres meses siguientes. El 27 de agosto, los diferenciales de rendimiento en el mercado emergente permanecían en 425 puntos básicos, 125 puntos por debajo de su máximo de mediados de mayo.

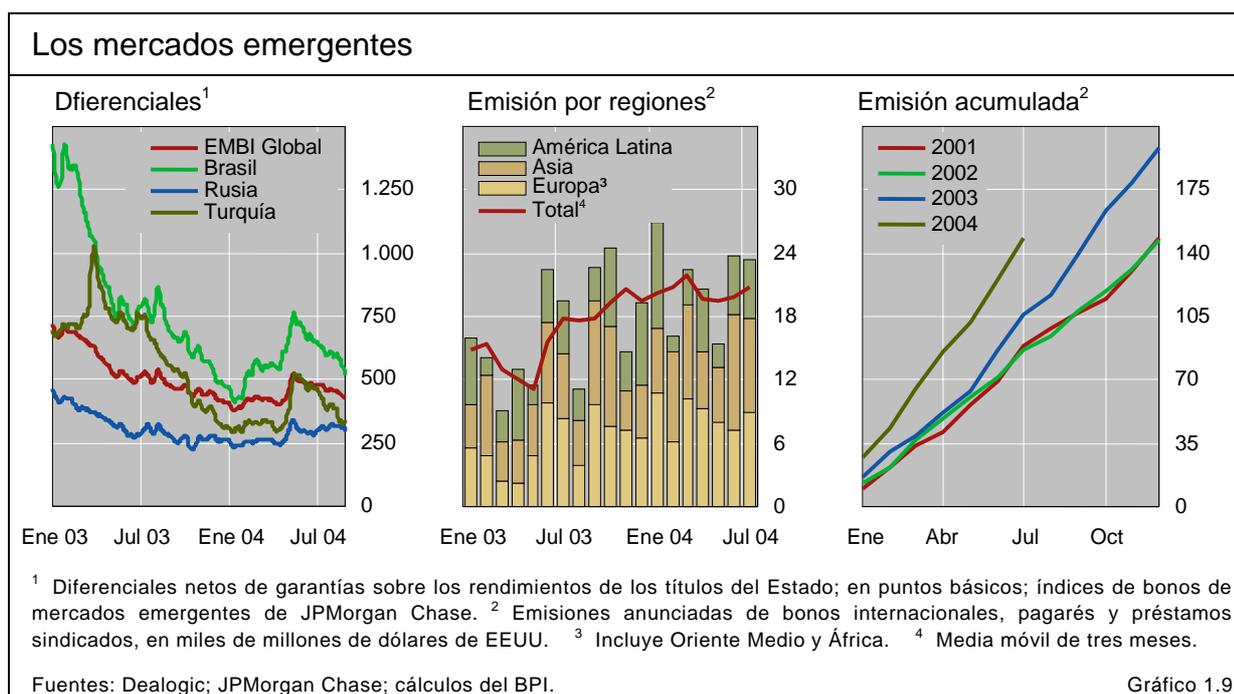
... estimulados por la reanudación de las estrategias de carry trade

La reanudación de las estrategias de *carry trade* que se habían iniciado durante la oleada de ventas contribuyó a este estrechamiento de los diferenciales en julio y agosto. Los inversionistas ampliaron sus posiciones en deuda de alta rentabilidad, ayudando así a reducir los diferenciales de la deuda soberana para Brasil, Turquía y otros países con calificación crediticia baja, desde sus máximos de mediados de mayo. A ello también contribuyeron las buenas noticias económicas internas, como un aumento del superávit por cuenta corriente en Brasil y los fuertes aumentos de la productividad en Turquía.

Si bien el mercado estuvo marcado principalmente por el cambio de expectativas con respecto a los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, también hubo otros factores que se sumaron a la volatilidad. La decisión del Gobierno alemán de titulizar préstamos bilaterales concedidos a Rusia hizo pensar en que otros Gobiernos pudieran hacer algo similar (véase “*The international debt securities market*” en la página 25 de *Quarterly Review*). Así pues, inmediatamente después del anuncio de dicha operación el 24 de junio, el diferencial de la deuda soberana de Rusia se amplió en más de 20 puntos básicos y el del índice EMBI Global lo hizo en 10 puntos básicos. No obstante, la situación pronto volvió a estabilizarse al entender los agentes del mercado que se trataba de una operación aislada.

Escasa repercusión de la crisis bancaria rusa

Es de destacar que la retirada masiva de fondos que se produjo en Rusia hacia mediados de año tuviera tan poca repercusión incluso en los mercados



rusos. Esta crisis bancaria se inició en mayo, cuando las autoridades rusas cerraron un banco que presuntamente había participado en operaciones de lavado de dinero. Fue entonces cuando los depositantes comenzaron a retirar fondos de otros bancos sospechosos de actuar de forma similar, lo que culminó en julio en una retirada masiva de depósitos de varios de los principales bancos de propiedad privada. Para subsanar los problemas de liquidez, el banco central redujo el encaje exigido a las entidades bancarias a finales de junio, instando a los bancos propiedad del Estado a aumentar sus préstamos interbancarios y patrocinando la introducción de seguros de depósito a mediados de julio. Ante las retiradas que se estaban produciendo, los dueños de los bancos inyectaron capital adicional o vendieron sus bancos a otras entidades más fuertes. Gracias a la pronta reacción de las autoridades y de los banqueros, los diferenciales de la deuda soberana rusa apenas variaron (véase el Gráfico 1.9). Incluso los tipos de interés interbancarios a un día permanecieron por debajo de sus máximos alcanzados durante la oleada de ventas de deuda emergente en abril.

Los emisores de mercados emergentes actuaron con rapidez para aprovechar las favorables condiciones de financiación predominantes a mediados de año. El ritmo de endeudamiento de los inversionistas de mercados emergentes en deuda internacional y préstamos sindicados no dio muestra alguna de flaqueza, recaudando un total de 23.000 millones de dólares tan sólo en julio (véase el Gráfico 1.9). Especialmente activos se mostraron los prestatarios asiáticos, en concreto las empresas coreanas y taiwanesas orientadas a la exportación. El elevado nivel de emisión se vio acentuado por las decisiones de obtener financiación antes de que subieran los tipos de interés oficiales en Estados Unidos; parte del excedente de fondos así obtenido se depositó a su vez en bancos ubicados en los principales centros financieros (véase "*The international banking market*" en la página 11 de *Quarterly Review*).

Elevado aumento
de la emisión de
deuda