

## **LOS MERCADOS DE MONEDAS Y EUROBONOS**

**POR**

**JAVIER ARIZTEGUI YAÑEZ**

*Subdirección de Estudios de TBK - Gestión, S. A.*

### **SUMARIO:**

**I. Introducción.—II. Evolución de las monedas.—III. Los mercados de euro-bonos.—IV. Conclusión.**



Este estudio se plantea desde la perspectiva de un inversor español en el mercado de eurobonos. Analiza los dos segmentos básicos de la inversión: la evolución de los mercados de obligaciones y la evolución de las monedas, y en base a las grandes líneas de tendencia que resultan, trata de definir una estrategia adecuada de inversión.

## I. INTRODUCCION

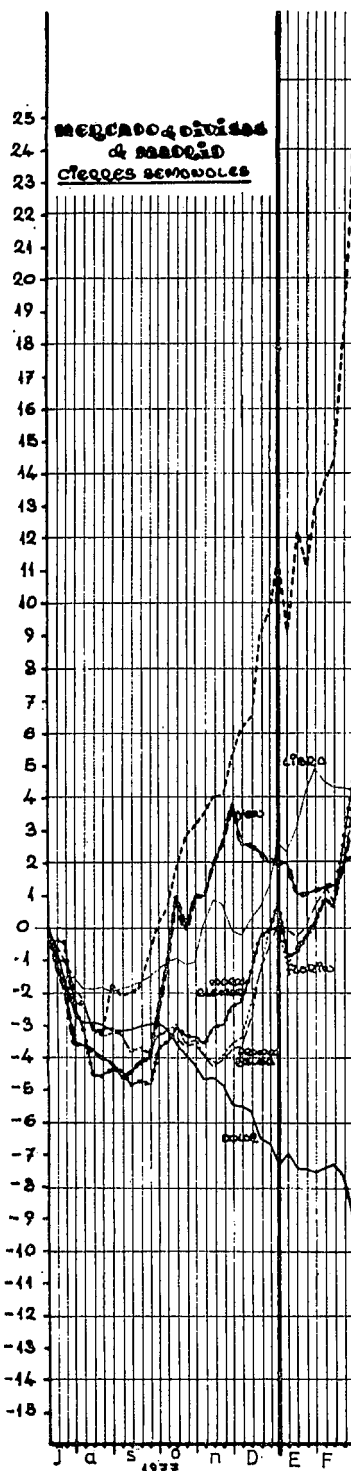
Una inversión en los mercados de renta fija internacionales busca el máximo rendimiento monetario en sus dos componentes: moneda y rendimiento del bono. Ahora bien, en un momento de fuertes fluctuaciones monetarias, el rendimiento en moneda oscurece de tal forma el rendimiento del bono que a nadie extrañará la prioridad en análisis que damos al tema de las paridades monetarias. El Gráfico núm. 1 pone en evidencia esta situación para un inversor español que hubiese iniciado sus compras el día de la última devaluación de la peseta (12 de julio 1977). Su cartera en \$, valorada en estos momentos, incluiría una pérdida del 8 por 100 y su cartera en francos suizos un plusvalía del 20 por 100.

Este gráfico representa la devaluación (—) o revaluación (+) porcentual de las monedas respecto a la pesetas en el mercado de divisas de Madrid. La peseta por tanto, viene definida en su paridad por la línea de abscisas en su valor a la fecha de la última devaluación.

La oleada especulativa del último semestre representa la plasmación en valores monetarios de dos concepciones de los procesos de acumulación y crecimiento de las economías occidentales. Estados Unidos se enfrenta a las posiciones de Alemania, Japón y Suiza. Analicemos las dos opciones:

— La Administración Carter en Estados Unidos, heredera de la tradición de la política económica típica de los años sesenta («stop and go»), pretende mantener en su apogeo un ciclo alcista que

GRÁFICO 1



dura ya tres años. Pulsa para ello mediante déficits presupuestarios la demanda de consumo en la esperanza de que generará un proceso de inversión al detectarse una insuficiencia de capacidad productiva.

— Los países centro europeos, capitaneados por Alemania, dudan de las virtualidades de esta manipulación. Piensan que la inversión depende del coste del capital y dicho coste (los tipos de interés) es extremadamente sensible a las mayores tasas anticipadas de inflación. Conocen, asimismo, que los flujos monetarios, generados por los déficits presupuestarios y no absorbidos por el mercado interior, puján sobre las importaciones de bienes y servicios y propician exportaciones de capital. La reacción será una caída del valor de la moneda y una subida de los tipos de interés que tratarán de animar la entrada de fondos a dicha moneda y desalentar a los exportadores de capital. En estas circunstancias, con mercados financieros nerviosos, con expectativas de subida de la inflación y mayores tipos de interés se habrán yugulado los procesos de inversión.

La alternativa que proponen frente al manejo del gasto público es una política tendente a potenciar la inversión privada mediante:

- La estabilidad de la política económica, programándola a largo plazo.
- Mercados financieros sanos y bajas tasas de interés.
- Bajas tasas de inflación.

En un mundo de monedas convertibles con paridades flotantes, la demanda ha incidido sobre marco, suizo y ven, deprimiendo al dólar con fuertes problemas de Balanza de Pagos. La especulación en los mercados de divisas fuerza, por tanto, un equilibrio futuro de los pagos exteriores por la vía de los precios de las monedas.

Estudiaremos someramente en las próximas páginas el desarrollo de esta dicotomía dentro de las principales divisas y resaltaremos en la segunda parte del trabajo la incidencia que las cotizaciones

de las monedas tienen sobre los mercados de eurobonos.

## II. EVOLUCION DE LAS MONEDAS

### 1. DÓLAR ESTADOUNIDENSE

La economía americana mantiene por tercer año consecutivo fuertes *tasas de crecimiento real*. La política económica del equipo Carter busca el mantenimiento de esta expansión durante 1978. Las previsiones de crecimiento del Producto Nacional Bruto en términos monetarios para este año son del 11 por 100, que con unas tasas de inflación del 7 por 100, arrojarán un incremento real del 4 por 100.

Esta situación de crecimiento en solitario ha generado *transacciones exteriores* fuertemente negativas. El déficit del comercio exterior ha sido de 30.000 millones de dólares en 1977 y alcanzará la cota de 35.000 millones de dólares en 1978. Este empeoramiento previsible encuentra sus causas en:

- La persistencia de importaciones de petróleo por 44.000 millones de dólares.
- El deterioro del superávit alimenticio por caída de los precios.
- La aparición de déficits en el intercambio de productos industriales.

La prioridad otorgada por la *política económica* de la Administración al mantenimiento del pleno empleo ha relajado los controles antiinflación. Durante 1978 el motor de la economía va a ser el déficit presupuestario que inducirá al Gobierno Federal a endeudarse en los mercados financieros interiores por un volumen neto estimado de 65.000 millones de dólares. La caída del dólar y el endurecimiento de los mercados financieros van a propiciar la persistencia del proceso de inflación.

Los *tipos de interés* en el mercado estadounidense crecerán a lo largo del año

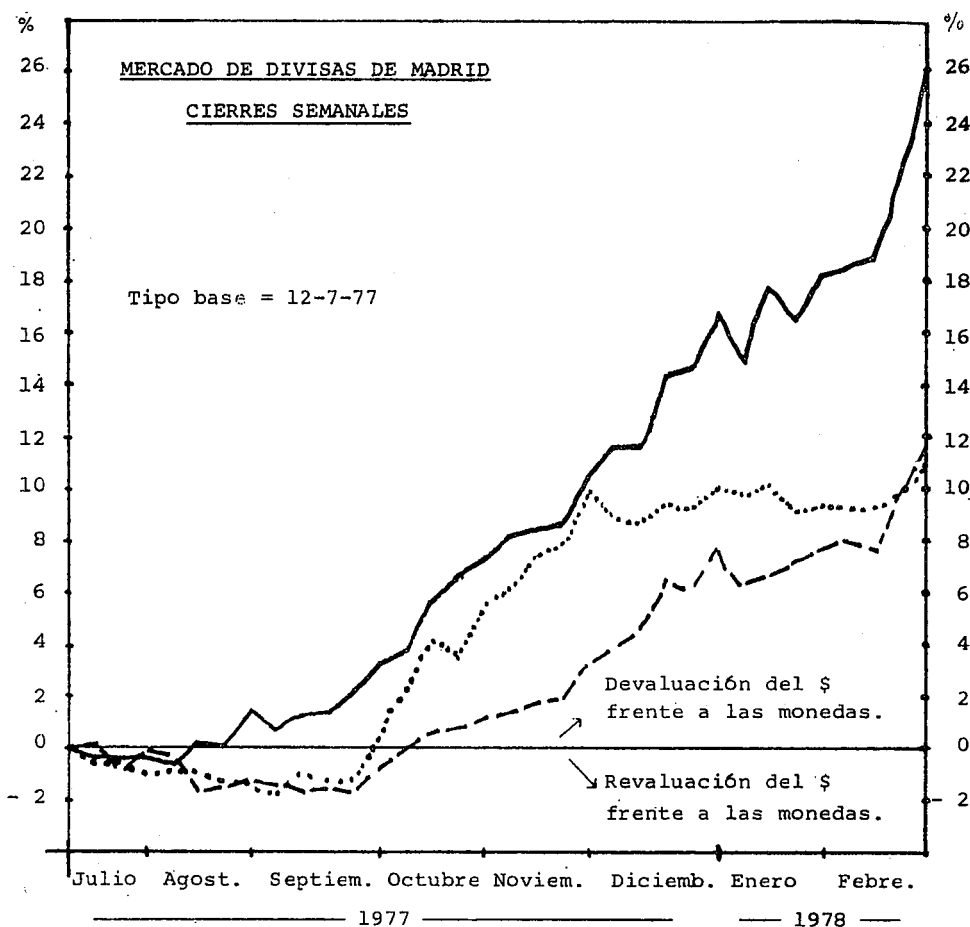
actual como consecuencia del fuerte volumen de emisión de deuda del Estado, de la política monetaria vigilante y de la intervención en los mercados de divisas, concentrándose su subida en los tipos a corto plazo.

El dólar, después de los enormes golpes sufridos en el último semestre, tiene capacidad de recuperación a corto plazo. A un plazo más dilatado (12 meses) persistirá su debilidad si no cambia radicalmente el entorno de política económica en que se inscribe.

## 2. MARCO ALEMÁN

La gestión de la economía alemana representa la inversa del dólar estadounidense. Con un crecimiento real muy moderado durante 1977 del 3-3,5 por 100 y unas tasas de inflación en lento pero persistente descenso del orden del 3 por 100, ha alcanzado el «círculo virtuoso» de deflación-revaluación-inversión. La salud monetaria interior acrecienta la demanda de marcos. Este al revaluarse deprime los precios interiores (incluido el precio del

GRÁFICO 2.—MERCADO DE DIVISAS DE MADRID. CIERRES SEMANALES



dinero) y potencia los procesos de inversión y caída de inflación, mejorando, a su vez, la salud monetaria interior. Este círculo puede romperse por dos ángulos:

- Caída de las exportaciones.
- Fuertes demandas salariales.

Una tecnología-punta soportada por una intensa capitalización y un Sector Público redistribuidor y pujante son las dos condiciones necesarias para el mantenimiento del proceso.

El segundo semestre de 1977, ha transcurrido para Alemania Federal entre constantes caídas del tipo de interés, presiones no escuchadas de mayores paquetes reactivadores y una Balanza Comercial en constante superávit.

Para el año 1978 las previsiones son similares. Tasas de crecimiento real del orden del 3 por 100, descenso de las cotas de inflación al 2,5 por 100, Balanza por cuenta corriente excedentaria y mantenimiento del proceso de inversión.

Fruto de estos parámetros es la constante apreciación del marco frente al dólar. El Bundesbank ha intervenido fuertemente en los mercados de cambio y esto ha hecho crecer peligrosamente la masa monetaria deprimiendo los tipos de interés. *Toda previsión sobre el futuro de la moneda* tiene que contar con posibles medidas de control de los fondos que entran en marco al no poder acceder al franco suizo. La distorsión inducida por estos controles hace pensar en un marco sobrevaluado a corto plazo. A un plazo medio (12 meses) la moneda alemana tenderá a apreciarse frente al dólar. Las dos tensiones que tendrá que superar son:

- La pérdida de competitividad de sus exportaciones.
- El excesivo crecimiento de la masa monetaria interior.

*Los tipos de interés* en los mercados del D. M. fluctuarán inversamente a la moneda en movimientos muy amortiguados.

### 3. LIBRA ESTERLINA

La publicación en septiembre de 1977 del primer superávit mensual de la Balanza Comercial en cinco años y la libre flotación de la Libra desde noviembre, fueron los dos hitos que marcaron la vuelta de la divisa inglesa al redil de las monedas fuertes.

Los éxitos cosechados en los frentes de inflación y equilibrio de pagos exteriores premiaron dos años de nulo crecimiento.

Para el año 1978 esperan un incremento de la Producción Industrial del 2-2,5 por 100, una Balanza Comercial en equilibrio y ligero superávit de la Balanza por cuenta corriente (1.500 millones de dólares), con aceleración de la tasa de inflación desde la cota del 8 por 100 actual al 10 por 100 como media del año.

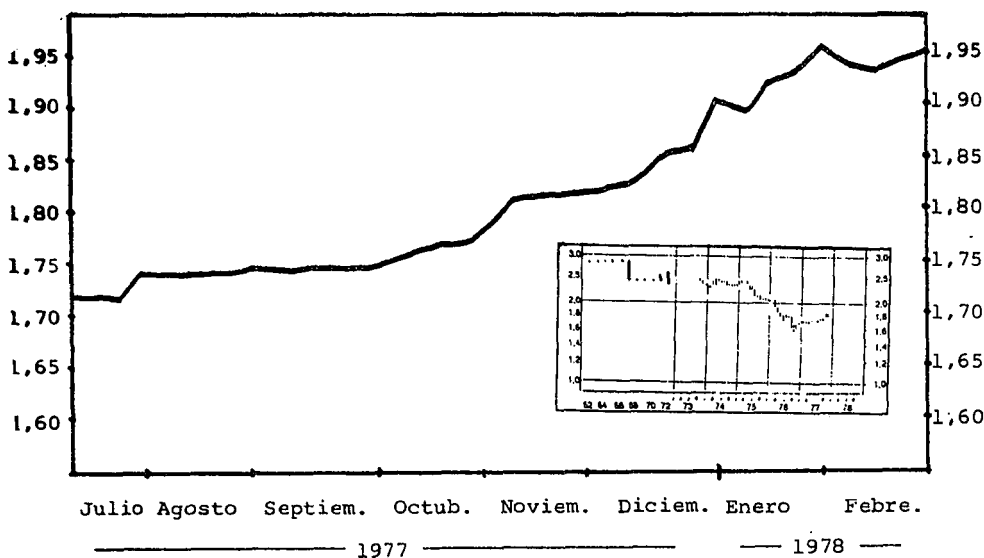
*Las previsiones sobre movimientos de la Libra* tienen que contemplar un clásico movimiento estacional alcista en primavera con la repatriación obligatoria de los beneficios de las sociedades inglesas en el exterior y caída en otoño cuando se manifiesta el fuerte déficit financiero del Sector Público. Si olvidamos estos movimientos estacionales, contemplamos a la esterlina en ligera mejoría frente a dólar pero en debilidad frente a marco, suizo y yen. *La tendencia de los tipos de interés* se prevé suavemente creciente por la vigilancia de la política monetaria y la intervención en los mercados de divisas.

### 4. EL FRANCO SUIZO

Tres factores nos explican la impresionante evolución del franco suizo en los últimos seis meses:

- La salud económica interior.
- La reacción a la caída de la primavera de 1977. (Escándalo del Crèdit Suisse-Chiasso Bonk).
- Su condición de moneda refugio con una enorme cobertura en oro de las reservas (12.000 millones de francos suizos valorado el oro al precio oficial).

GRÁFICO 3.—MERCADO DE DIVISAS DE MADRID. 100 MARCOS AL./100 FRANCOS SUIZOS. CIERRES SEMANALES



En 1977 la economía suiza ha cosechado un crecimiento real cercano al 3 por 100, con un crecimiento de precios prácticamente nulo (precios al por mayor -1,5 por 100, precio al consumo +1,2 por 100) y un déficit comercial de 800 millones de francos.

Las autoridades suizas que han programado un presupuesto para 1978 con disminución del gasto público y estabilidad de crecimiento monetario (+5 por 100 igual al de 1977) han contemplado con preocupación la fulminante ascensión del franco. No temen tanto un desbordamiento de la cantidad de moneda cuanto una pérdida de competitividad de la industria suiza clásicamente exportadora (sidero-

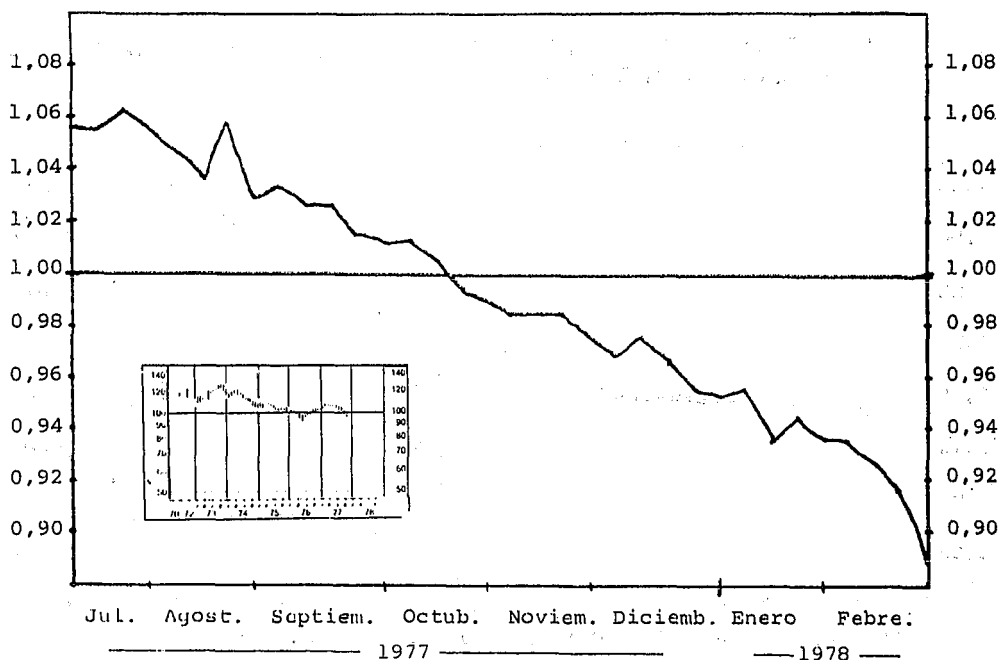
metalurgia, textil, maquinaria, química...). Han cuidado, sobre todo, la relación con el marco alemán hacia donde dirigen el 40 por 100 de sus manufacturas. En cuanto la relación — ha bajado de la cota de 93 céntimos (ver gráfico núm. 4), han cerrado el mercado interior a los extranjeros con una panoplia de medidas (tipos de interés negativos, prohibición de comprar valores suizos...) que han distorsionado totalmente la cotización del franco suizo.

En estas circunstancias la previsión sobre la tendencia de la moneda bascula sobre los plazos de mantenimiento de los

— D.M.

—

GRÁFICO 4.—MERCADO DE DIVISAS DE MADRID. LIBRA ESTERLINA/DOLAR ESTADOS UNIDOS. TIPOS MEDIOS DE CIERRES SEMANALES



controles. A un plazo más largo de tiempo hay que contemplar un franco suizo con presiones revaloratorias y unos tipos de interés en difícil caída porque prácticamente han alcanzado los mínimos.

## 5. EL YEN

La economía japonesa ha atravesado el año 1977 con dificultades crecientes, principalmente en su sector exportador. Japón acusado tradicionalmente por Europa y EE. UU. de prácticas restrictivas de las importaciones (subvaloración forzada del yen, enormes barreras comerciales), ve cómo se levantan obstáculos protectionistas a sus exportaciones. Limitan éstos su crecimiento interior al 6 por 100, acrecientan el paro a cotas muy duras,

para su estructura de relaciones laborales del 3 por 100 de la población activa, hacen caer la inflación a límites del 5 por 100 por menores demandas salariales y fuerzan la apreciación del Yen para mitigar el superávit comercial de 11.000 millones de dólares en 1977. El Fondo Monetario Internacional presiona para que alcance cotas de crecimiento del 9 por 100. Dada la guerra comercial, la única vía de consecución del 9 por 100, sería el mayor déficit fiscal pero su enclenque Sector Público ya muy endeudado no lo puede conseguir.

El Gobierno japonés ha lanzado un plan de promoción de importaciones, salidas de capital y reducciones arancelarias negociado con Estados Unidos. Muchos dudamos de la efectividad de este programa y miramos a su divisa subvalorada artifi-



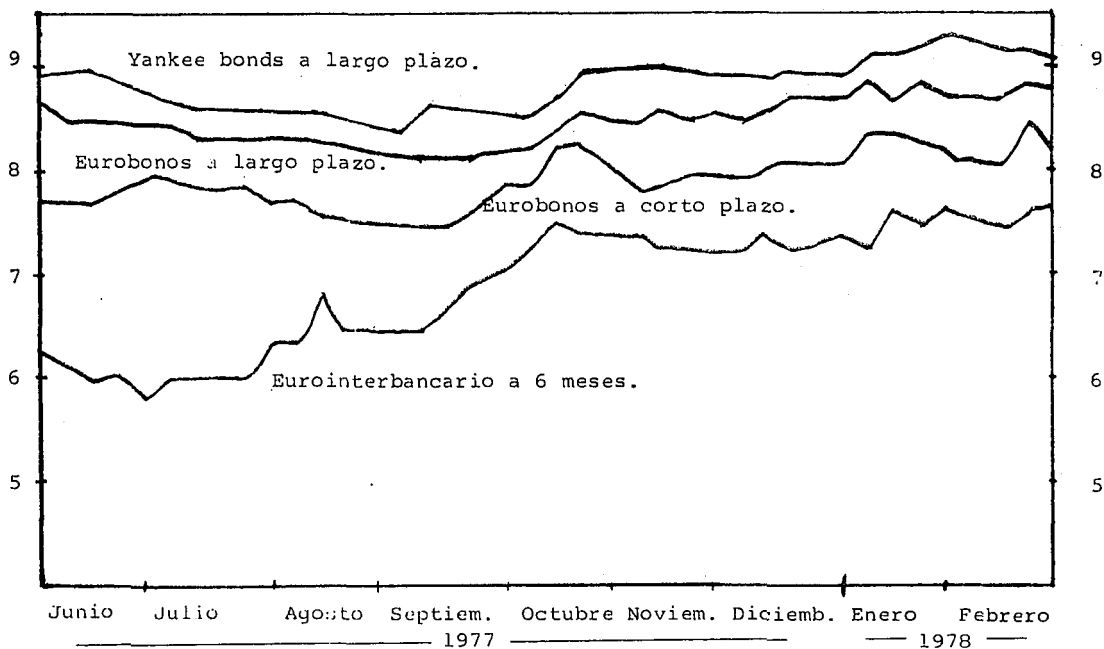
cialmente como último resorte y elemento negociador ante mayores presiones de sus socios comerciales. El programa contempla, también, caídas de los tipos de interés y estímulos fiscales a la actividad.

Las previsiones sobre el yen tienen que abundar en su situación de moneda subvalorada evidenciándose más este juicio según se internacionaliza su uso en los mercados de mercancías y de capitales. Los tipos de interés ante este panorama de previsiones revaloratorias y baja actividad relativa tenderán a abaratare sobre todo a corto plazo.

### III. LOS MERCADOS DE EUROBONOS

Los mercados de eurobonos han respondido en este trimestre de una forma directa a la evolución de las monedas dejando oscurecidos otros tipos de condicionamientos como calidad de las emisiones, riesgos del mercado, etc. Los tipos de interés caen en los mercados financieros de una divisa que tiende a apreciarse, mejorando las cotizaciones de los bonos ante la necesidad de materialización de los fondos que han acudido a la moneda. La

GRÁFICO 5.—RENDIMIENTOS Y TIPOS DE INTERES



secuencia de la moneda en debilidad, por supuesto, es la contraria.

Vamos a estudiar someramente la evolución de los mercados de eurobonos desde junio de 1977 hasta febrero de 1978. Encontraremos en este análisis los criterios que nos permitirán decidir la elección de una cartera correcta, objetivo último de nuestro estudio.

### 1. EUROBONOS EN \$

La evolución de los precios de los eurobonos denominados en \$ y de los «Yankee bonds» ha sido negativa a pesar del soporte que han significado los fondos que se han trasvasado desde los mercados de renta variable. Los rendimientos, con-

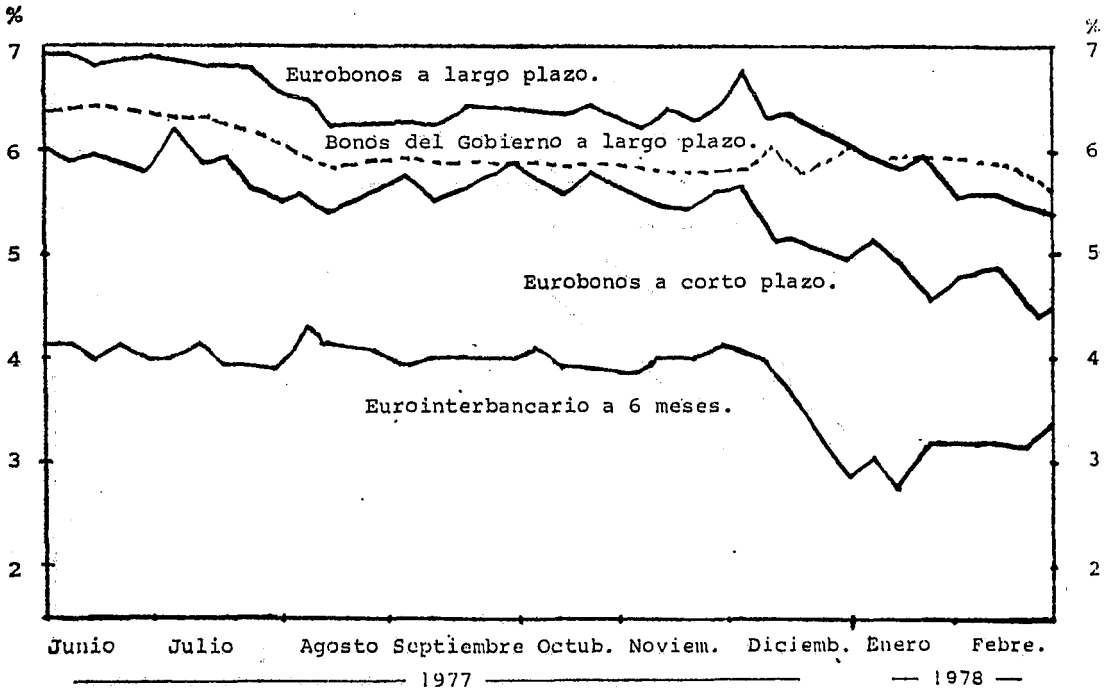
secuentemente, han tendido a mejorar ligados a las subidas de tipos de interés.

En nuestra estrategia de cartera, dadas las previsiones de subida de los tipos de interés se impone una traslación hacia bonos de corta vida, siendo los de interés variable los que implican una mayor cobertura. Los «Yankee bonds» a largo plazo previsiblemente soportarán los mayores desmerecimientos en las cotizaciones.

### 2. EUROBONOS EN D.M.

La serie temporal de evolución de los rendimientos de los bonos y los tipos de interés en el euromercado en marco alemán (Gráfico núm. 6), refleja las fuertes plusvalías cosechadas en este mercado.

GRÁFICO 6.—RENDIMIENTOS Y TIPOS DE INTERES EN \$



Las medidas restrictivas sobre las compras por extranjeros tomadas por el Gobierno en diciembre no han podido quebrar este movimiento que se aprovecha de la apreciación del marco y de las plusvalías en los precios de las obligaciones. La estrategia de cartera consecuente buscará inversiones en bonos de larga vida ya que la buena situación de liquidez de la economía permitirá evitar las tensiones posibles en los tipos de interés a corto plazo.

### 3. EUROBONOS EN FRANCO SUIZO

La potencia del franco suizo ha incidido en la pujanza de los mercados de renta

fija que podemos contemplar en el Gráfico adjunto.

En noviembre de 1977, como los precios habían superado, al alza, ampliamente la par, muchos emisores iniciaron una ola de amortizaciones anticipadas, que el Banco Nacional Suizo tuvo que prohibir en las nuevas emisiones. El último fin de semana del mes de febrero de 1978 la Administración suiza ha levantado unas barreras a las compras de valores por extranjeros que han distorsionado totalmente el mercado. En estas circunstancias una opción por una inversión en francos suizos es algo teórico. Cuando cesen las prohibiciones en previsible un nuevo «boom» de los eurobonos denominados en esa moneda.

GRÁFICO 7.—RENDIMIENTOS Y TIPOS DE INTERES EN FRANCO SUIZO

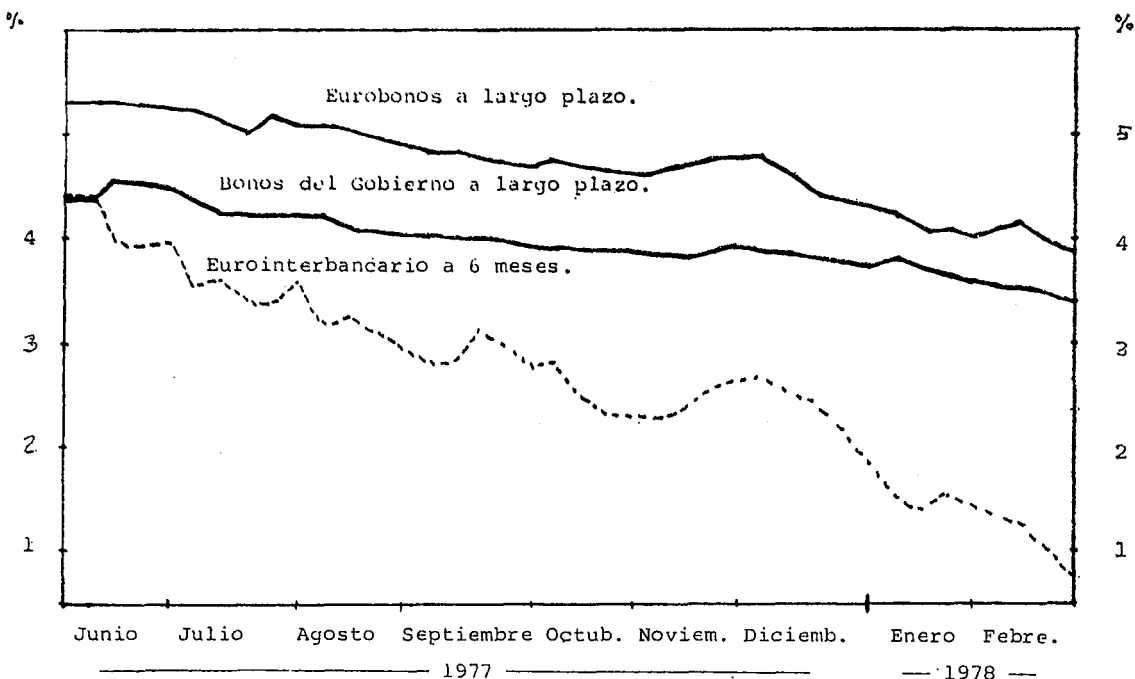
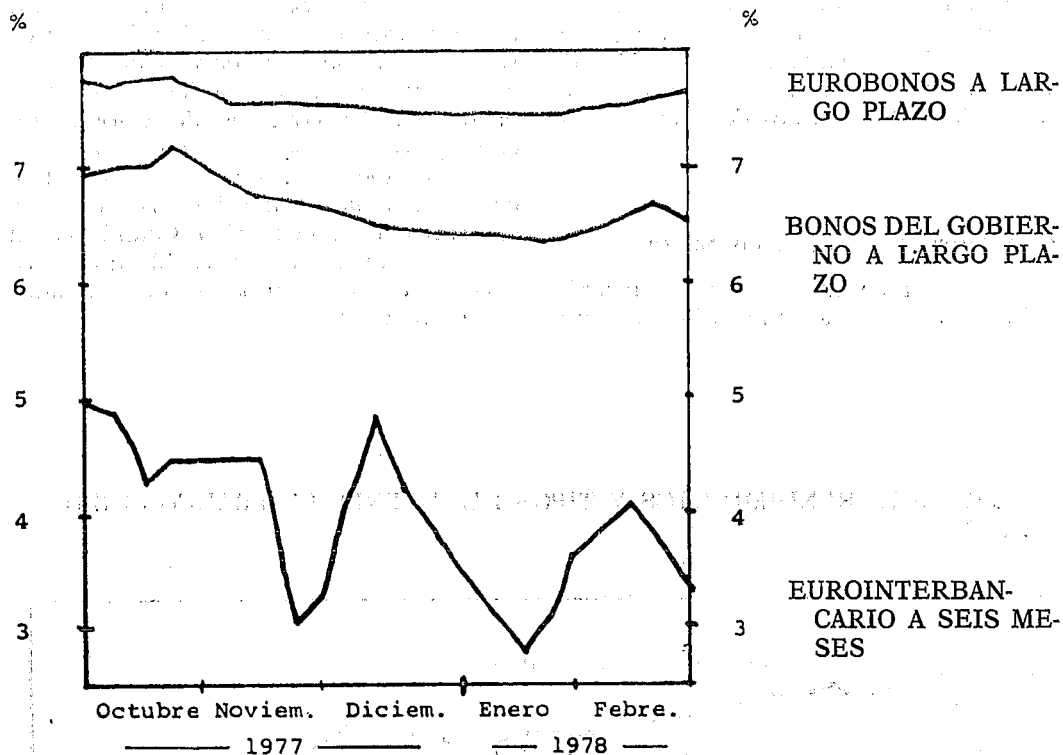


GRÁFICO 8.—RENDIMIENTOS Y TIPOS DE INTERES EN YEN



#### 4. EUROBONOS EN YEN

El mercado de eurobonos en yen es un mercado naciente, estrecho y poco líquido. Prueba de ello que no se negocian más de cincuenta títulos y las diferencias de calidad apenas se manifiestan ni en la emisión ni en la cotización. Ello, no obstante, para este año se espera un volumen de emisiones del equivalente a 300 millones de dólares.

La evolución del mercado de renta fija, en el último semestre, ha sido favorable descontando las obligaciones la caída del

precio del dinero tanto por descenso de actividad interior como por intervención en los mercados de cambios.

La toma de pequeñas posiciones en eurobonos en yen y «samurais» parece aconsejable a largo plazo dada la subvaloración del yen y la previsible caída de tipos de interés.

#### IV. CONCLUSION

Hemos resaltado a lo largo de este análisis la interrelación entre los mercados

de cambios y los mercados de renta fija en euromonedas. A la vista de la enorme presión que están soportando las paridades de las monedas en este primer trimestre de 1978, la previsión sobre su tendencia futura a corto plazo se hace francamente resbaladiza y por eso hemos hecho hincapié en movimientos a un plazo de un año. Presentamos como conclusión la cartera adjunta, fruto de las estimaciones efectuadas sobre la evolución de las

monedas y de los tipos de interés que se considera razonable como vehículo de inversión:

- 1.º Eurobonos en D.M.a largo plazo.
- 2.º Eurobonos en Franco Suizo a Largo plazo.
- 3.º Obligaciones de interés variable en \$.
- 4.º Eurobonos a corto plazo en Yen japonés.

