

**EVOLUCION Y PERSPECTIVAS DE LAS BOLSAS
DE NEW YORK Y FRANKFURT**

POR

CRISTOBAL MARTINEZ IGLESIAS

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

SUMARIO:

I. Evolución de la Bolsa de New York en 1977.—II. Situación actual y estrategia de inversión en renta fija.—III. Evolución de la Bolsa de Frankfurt en 1977.

I. EVOLUCION DE LA BOLSA DE NEW YORK EN 1977

Nota: Ver gráfico en la página siguiente.

La Bolsa ha tenido un comportamiento uniforme y constantemente negativo durante todo el año 1977, si bien, la tendencia descendente se hizo más intensa en la segunda mitad del año.

Pensamos, sin embargo, que la desvalorización de un 17,27 por 100 no guarda relación con el entorno económico en el que se ha desarrollado la Bolsa de Nueva York, y, en cambio, es consecuencia de la paradoja en que se encuentra inmerso el sistema económico norteamericano. Así, mientras en 1977 E.E.UU. ha tenido una buena recuperación económica y buenas perspectivas para 1978, el nivel de confianza alcanzado en los círculos mercantiles era el más bajo desde hacía muchísimos años.

Evidentemente, la economía americana tiene planteados problemas, destacando entre todos ellos el fuerte déficit de la balanza comercial, (30.000 millones de dólares en 1977) que ha provocado una caída en picado de su moneda, pero también es cierto que la economía americana se encuentra en una situación de privilegio respecto al resto de los países industriales.

Así, aunque el ritmo de crecimiento ha venido descendiendo desde el muy fuerte y quizá insostenible 7 por 100 del primer semestre del año, para el conjunto del año ha alcanzado una tasa del 4,9 por 100. Veamos su evolución:

Tasa de crecimiento real 1.^{er} semestre 1977: 7,0 por 100.

Tasa de crecimiento real 3.^{er} trimestre 1977: 5,1 por 100.

Tasa de crecimiento real 4.^o trimestre 1977: 4,2 por 100.

Tasa de crecimiento en 1977: 4,9 por 100.

Tasa de crecimiento en 1976: 6,0 por 100.

La tasa de inflación ha experimentado una ralentización, colocándose a finales

de 1977 en el 6 por 100, e igualmente a lo largo del año ha ido mejorando el índice de paro hasta alcanzar en diciembre la cota más baja desde 1975, 6,4 por 100.

Con todo, a pesar de estas condiciones favorables, la confianza de los hombres de negocios muestra un talante apagado; como lo demuestra el hecho de que las inversiones sólo hayan sido un 8 por 100 superiores a las de 1976. La Bolsa también ha dado la espalda a este conjunto de datos positivos descontando, por el contrario, todas las noticias negativas.

La desconfianza del inversor americano en la marcha del mercado de valores se ha ido fundamentando en los siguientes puntos:

— Temor a una posible aceleración de las tensiones inflacionistas, como de hecho ocurrió en la primera mitad del año tras la ola de frío padecida en los meses de enero y febrero.

— Enfrentamiento entre el Presidente Carter y el Senado a la hora de aprobar éste el Plan Energético y la Reforma Fiscal.

— Miedo a una nueva recesión económica, que no parece vaya a producirse, por lo menos a medio plazo.

— Sustitución en la Presidencia de la Reserva Federal, de Mr. Burns por otra persona más adicta a Carter y que diera prioridad a la expansión sobre el control de la inflación.

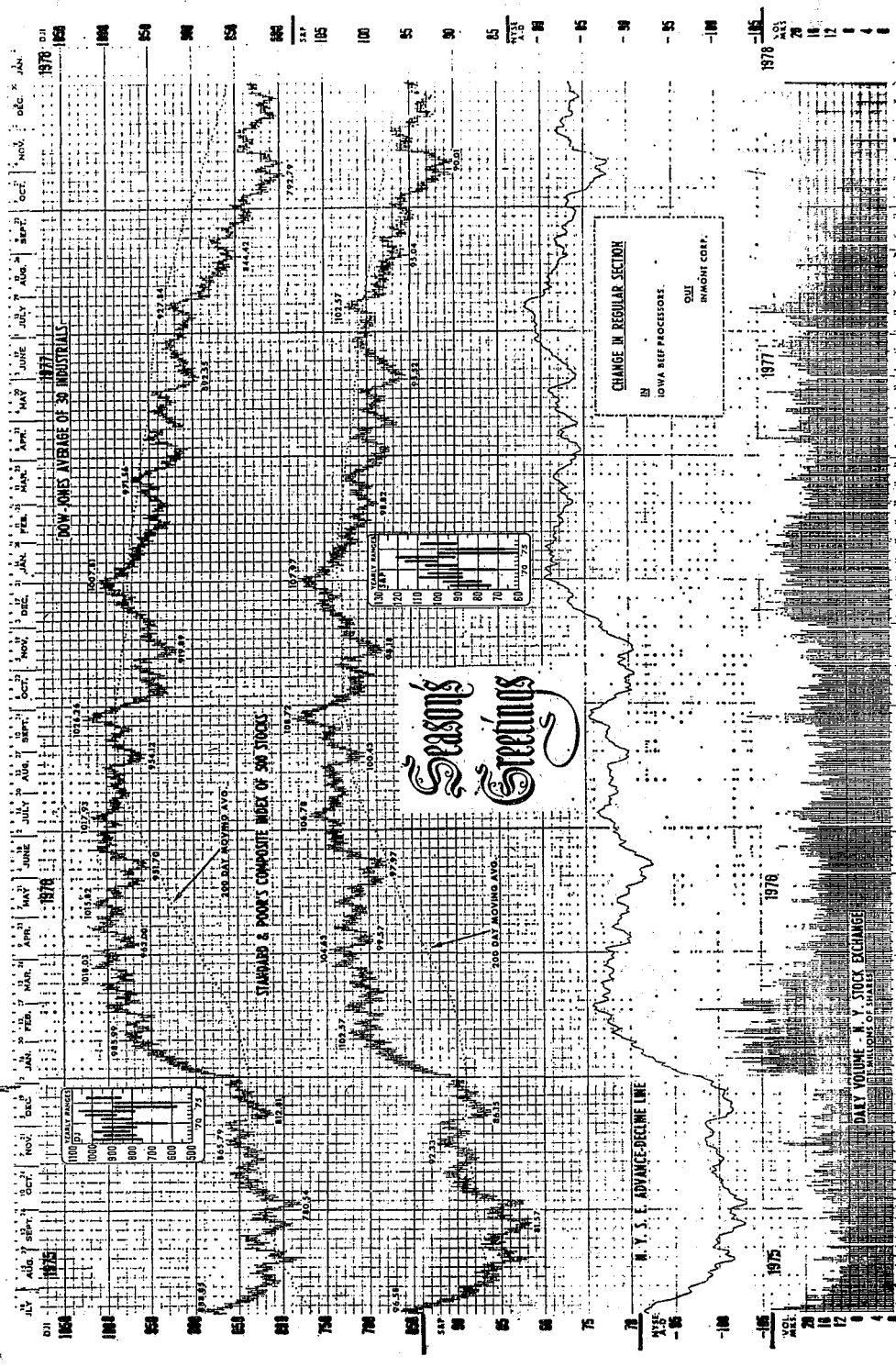
— Y finalmente, en las variaciones de la oferta monetaria (M1 y M2) y tendencia al alza de los tipos de interés a corto plazo.

Oueda, por último, señalar que los valores de segunda calidad han tenido una trayectoria más positiva que los de primera, especialmente durante la primera mitad del año.

II. SITUACION ACTUAL Y ESTRATEGIA DE INVERSION EN RENTA FIJA

La economía americana está atravesando un ciclo alcista que dura ya tres años.

TRENDLINE **DAILY BASIS STOCK CHARTS** **DECEMBER 30, 1977** **VOLUME 19 NUMBER 52**



La política económica del equipo Carter busca el mantenimiento de esta expansión durante 1978. Las previsiones de crecimiento del P.N.B. en términos monetarios para este año son del 11 por 100 que con unas tasas de inflación en torno al 6,5-7 por 100 arrojarán un incremento real del 4 por 100.

El elemento impulsor de la actividad va a ser el gasto del sector público mientras que el consumo privado y los gastos en construcción tenderán a desacelerarse. La formación de capital fijo por parte del sector privado atravesará una pausa hasta que se aclare la profundidad de las reformas en el campo fiscal y energético que se debaten este año.

En esta fase de madurez del ciclo económico los tipos de interés han alcanzado un nivel alto por la fuerte demanda de fondos prestables. La actuación de la autoridad monetaria tratando de frenar un crecimiento de la masa de dinero, ha contribuido también a este movimiento inflacionista.

Vamos a realizar previsiones sobre el desarrollo futuro de los tipos de interés estudiando la oferta y demanda de fondos prestables en el mercado americano.

A. DEMANDA DE FONDOS PRESTABLES

La demanda de fondos prestables va a pulsar con intensidad haciendo subir los precios para que la oferta sea capaz de darle contrapartidas. Analizaremos los componentes más relevantes de esta demanda:

Gobierno Federal, que absorbió el 15 por 100 de la demanda total del mercado en 1977 pasará a ocupar un 18 por 100 de la demanda en 1978. Su obsesión por el pleno empleo, que se trata de lograr a través de mayores programas federales y devolución de impuestos, le hará endeudarse en el mercado por un volumen neto estimado de 65.000 millones de dólares.

Los Gobiernos locales y municipales, que absorbieron el 9 por 100 de la cuota del mercado, pasarán a ocupar un 5 por 100. La mayor liberalidad del Gobierno

Central y sobre todo, la magnífica acogida de sus emisiones exentas de impuestos durante 1977 les sitúa en condiciones de menor endeudamiento futuro.

Las empresas pasarán durante el año de una cuota del 22 por 100 al 21 por 100 de la demanda total. Concentrarán su demanda sobre créditos a corto plazo, evitando consolidar deuda a largo plazo en este estadio de los tipos de interés.

Los consumidores se espera que atenuen su demanda de crédito desde una cuota del 10 al 8 por 100. Las ventas a plazo que han alcanzado altos históricos y el alto nivel de los tipos de interés desalentarán a este segmento de demandantes.

El crédito hipotecario mantendrá su participación del 27 por 100 de la demanda total. Los gastos en construcción y las hipotecas comprometidas con las instituciones de ahorro están alcanzando sus altos. Al final del año el crecimiento será menor por el fenómeno de la «desintermediación». En estos momentos es más rentable para el ahorrador privado comprar bonos del Gobierno que aumentar sus depósitos en las instituciones de ahorro que tienen techos artificiales en los tipos con que retribuyen al pasivo captado. Esto genera un fenómeno de salida de fondos que determina el no cumplimiento de ciertas hipotecas ya comprometidas o la venta de activos líquidos de las instituciones empujando al alza los tipos de interés. La situación difícil de las instituciones de ahorro empujará al alza la emisión de Cédulas Hipotecarias por parte de las Agencias Federales que ocuparán una cuota más alta de la demanda total.

B. OFERTA DE FONDOS PRESTABLES

En 1977 los grandes operantes en el mercado fueron las *instituciones de ahorro* que se están enfrentando al fenómeno de «desintermediación». Esto les hace disminuir su capacidad para este año.

Segundos en importancia fueron los *Bancos Comerciales*. Durante este año au-

mentarán su oferta. En previsión de la subida de tipos de interés emitieron durante el último trimestre y seguirán emitiendo durante el año Certificados de Depósito a más largo plazo que, aunque más costosos, sirvieron para que se cubrieran de las subidas de tipos de interés.

Por último, dejando aparte al Federal Reserve y a los ahorradores últimos, el sector más dinámico, sin duda, fueron, los *Bancos Centrales extranjeros* que absorbieron el 47 por 100 de la Deuda emitida por el Gobierno americano. Cooperarán en este resultado dos componentes: a) la materialización voluntaria de los excedentes de divisas de los países exportadores de petróleo y b) la materialización de las adquisiciones forzadas de dólares producto de la intervención en los mercados de divisas. Esta corriente se espera que aumente significativamente durante 1978.

Ha aparecido en la caída del dólar un problema clave que determina también la evolución de los tipos de interés. Antes de entrar en él vamos a resumir las causas internas que determinan unas previsiones de subida de tipos de interés que serán acusadas en los tipos a corto plazo que a largo plazo:

- El estado de madurez del ciclo económico.
- La actuación de una política monetaria vigilante.
- El fuerte déficit fiscal esperado.
- La demanda de crédito de las empresas centrada en el corto plazo.
- La desintermediación en las instituciones de ahorro que al cortarlas sus flujos de pasivo les obliga a vender sus activos líquidos o a comprar activamente dinero emitiendo a un mayor interés.

C. LA CAÍDA DEL DÓLAR

Una pregunta obligada al tratar este tema es hasta cuándo estarán dispuestos los Bancos Centrales no estadounidenses

a financiar los déficits presupuestarios del Gobierno americano.

En 1977 compraron 26.000 millones de dólares en Deuda del Tesoro y en los primeros meses de 1978 su ritmo de compra ha sido mayor. Desde el momento en que el dólar entró en debilidad en el verano de 1977 la compra de dólares por intervención en los mercados de divisas no ha cesado. Esta corriente involuntaria terminará en el momento en que el dólar encuentre fondo. Las subidas de tipos de interés, mientras tanto, se irán produciendo también como defensa de la moneda por parte de la Reserva Federal.

Dos causas motivan la debilidad del dólar:

- Su diferencial de inflación con respecto a Alemania, Suiza y Japón.
- Sus déficits en la Balanza Comercial.

Vamos a analizar brevemente sus perspectivas futuras:

Inflación

El ritmo de crecimiento de los precios que vino cayendo hasta la mitad de 1977 en el último trimestre del año se ha acelerado y se espera que se mantenga a ritmos del 6,5 - 7 por 100 durante 1978. Las tasas de crecimiento de las magnitudes monetarias excesivamente altas en 1977 apoyan esta opinión junto con la devaluación del dólar que encarecerá fuertemente las importaciones.

Balanza Comercial

El déficit del comercio exterior fue de 30.000 millones de dólares en 1977 y se prevé que alcanzará los 35.000 millones de dólares en 1978. El deterioro del saldo se deberá a:

- El mantenimiento del déficit petrolero de 44.000 millones de dólares en 1978 ya que la puesta en pleno rendimiento del petróleo de Alaska se espera que permita únicamente que no crezca un déficit que se situaba en 24.000 millones de dólares en 1975.

— Un menor superavit alimenticio cifrado en 11.000 millones de dólares. El superavit de 12.000 millones de dólares de 1977 ya fue un 16 por 100 menor que el de 1976. La caída del precio de los granos y la mayor pluviosidad dan pie para esta estimación.

— La aparición de déficits en el intercambio de productos industriales. Dado el escaso crecimiento de la O.C.D.E. se espera que EE.UU. encaje fundamentalmente un encarecimiento de las importaciones que se mantendrán altas dados los diferenciales en los sistemas de actividad con el resto de países.

Los elementos positivos en estas previsiones se pueden basar en que realmente se llegue a aprobar un Plan Energético serio y en una vuelta atrás de los especuladores en divisas que harían de nuevo interesantes los mercados americanos que están bastante deprimidos. Ahora bien, mientras no haya nuevos datos, la caída del dólar seguirá presionando al alza de los tipos de interés, sobre todo a corto plazo.

D. CONCLUSIÓN

Ante esta subida esperada de los tipos de interés sobre todo a corto plazo ¿cuál es la estrategia de un inversor en renta fija en dólar?

Una estrategia que parece razonable será entrar en bonos a corto plazo. A pesar de que, probablemente, subirán más los tipos de interés a corto que a largo

plazo, la mayor sensibilidad de las cotizaciones de los bonos de larga duración hace que sean más rentables inversiones en bonos de corta duración.

Parece prudente una compra de bonos de interés variable cuyo principal se aprecia o se mantiene con las subidas de tipo de interés y cuyo plazo de emisión no suele superar los cuatro o cinco años. Otra parte podría dedicarse a la compra de Treasury Bills que también se beneficiaría del crecimiento de los tipos de interés.

III. EVOLUCION DE LA BOLSA DE FRANKFURT EN 1977

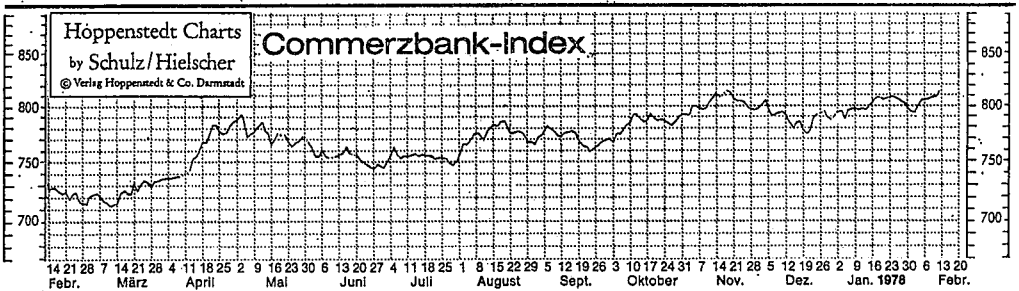
Contrariamente a EE. UU., Alemania ha mantenido su actividad económica ralentizada dando prioridad a la lucha contra la inflación frente a presiones exteriores de mayores niveles de actividad.

Fruto de esta política conservadora el año económico lo podemos resumir en los siguientes datos:

- Crecimiento del P.N.B. alrededor del 4 por 100, inferior a la tasa de 1976 por la ralentización de las exportaciones y débil propensión de las empresas a invertir.

P. I. B.

- La productividad ($\frac{\text{P. I. B.}}{\text{N.º pers. ocup.}}$) creció en 1977 un 3 por 100 con relación al año anterior.
- El consumo privado creció un 6,9 por 100 y el público un 5,8 por 100.



La inversión en bienes de capital 6,5 por 100.

- El número de empleos descendió 112.000 (0,4 por 100), situándose a finales de 1977 en 24.920.000.
- Fortaleza del marco que puede suavizar la tendencia superavitaria de la Balanza Comercial, a pesar, de las escasas medidas reactivadoras adoptadas por el Gobierno.
- Exito en la lucha contra la inflación que se sitúa en el 3 por 100.
- Espectacular caída de los tipos de interés para tratar de defender su moneda de movimientos especulativos.

El mercado de renta variable alemán alcanzó su punto más bajo a primeros de marzo con 712,5 puntos y el más alto en noviembre con 813,5.

Durante el primer trimestre la Bolsa atravesó un período de atonía con escaso volumen negociado, motivado, en parte, por la falta de datos capaces de moverla, y sobre todo, por la contención del nivel de actividad en los sectores siderúrgico y construcción.

En abril, y coincidiendo con la aparición de los beneficios conseguidos por las principales empresas en 1976, se inicia la recuperación de la Bolsa que se prolongaría hasta finales con leves oscilaciones.

A partir de junio, el mercado sufre un enfriamiento como consecuencia de los pobres resultados que presentan las empresas químicas: Basf, Bayer y Hoechst en los avances del ejercicio correspondiente a 1977.

Las declaraciones de los constructores de automóviles en el sentido de que los resultados de 1977 no serían tan buenos como los de 1976 no hacen sino confirmar la tendencia marcada por el sector químico. Indudablemente la subida del 8 por 100 en la masa salarial creó problemas a las empresas al no poder trasladar los incrementos de sus costes a los precios de ventas, fundamentalmente por motivos de moneda en toda la faceta exportadora de la industria.

La ola especulativa en favor del marco,

provocada por la caída del dólar durante el verano, hace que afluya gran cantidad de dinero a Alemania confirmando la recuperación en la Bolsa.

El punto álgido lo alcanzó el mercado en noviembre, mes en donde coincidió la apreciación del marco con el cambio de actitud de ciertos partidos políticos y sindicatos sobre la política de construcción de centrales nucleares. Esta noticia es bien recibida traduciéndose en fuertes avances en sociedades como Siemens, Babcock alemana, etc.

A finales de año se produjeron movimientos nerviosos como consecuencia de las incertidumbres monetarias y de los múltiples rumores de ampliaciones de capital, caso de Daimler Benz, Commerzbank, Dresdner Bank, etc.

A. PANORAMA POLÍTICO

Al comenzar 1978 se han aprobado una serie de enmiendas en las leyes de la República Federal Alemana, tendentes a reactivar la economía mediante la reducción de impuestos y que afectan a las siguientes áreas:

— *Impuestos en las rentas y los salarios.* Reducción de los impuestos por un monto de 8.500 millones de marcos por año, limitando los gastos de la seguridad social y reducción de las tarifas.

— *Subsidios familiares.* Aumento de 1.800 millones de marcos en las familias con dos o más hijos.

— *Subvenciones para la vivienda,* en relación con los ingresos y rentas familiares.

— *Impuestos de sociedades,* con objeto de mejorar los incentivos a la inversión en las pequeñas y medianas empresas, se reducirán los impuestos.

— *I.V.A.,* aumentó del 11 al 12 por 100 y del 5,5 al 6 por 100 (en alimentos). En conjunto supondrá un mayor peso de 5.500 millones de marcos que soportarán los consumidores.

(Clara concesión a la Democracia Cristiana que consideraba que la relación Im-

puestos directos/Impuestos indirectos era excesiva.)

— *Seguro de paro.* Acortamiento del tiempo en el que se tiene derecho a recibir la percepción.

— *Traslado de impuestos en la energía.* Con los impuestos detraídos en el consumo de energía se subvencionará el carbón.

B. PANORAMA ECONÓMICO

El estancamiento fue el hecho más destacado del desarrollo económico del pasado año. Aunque la producción y las ventas se espera continúen creciendo durante 1978, la tasa de crecimiento no será suficiente para mejorar el desempleo. Como en los países extranjeros también la actividad económica presumiblemente permanecerá débil y no se esperan apreciables impulsos para estimular las exportaciones ni los mercados interiores.

A la vista de lo anterior el Ministro de Economía alemán ha hecho las siguientes estimaciones para el presente año:

- Crecimiento de P.N.B. en torno al 3 por 100.
- Inversiones en bienes de capital 5 por 100. A medio plazo podrían subir al 6,5 por 100 y la inversión en viviendas al 4,5 por 100.
- Crecimiento de las exportaciones entre 5 y 5,5 por 100 (6,2 por 100 en 1977) e igualmente se espera un menor crecimiento de las importaciones.

Sin duda, muchas incertidumbres se

deben a las inminentes negociaciones salariales, cuyos resultados pueden perjudicar la propensión a invertir de muchas compañías. Otros motivos de preocupación son las discusiones sobre el aumento de las pensiones de vejez y la debilidad del dólar.

C. BOLSA

En el tiempo transcurido de 1978, mantiene la fortaleza por la que se caracterizó en los últimos meses del pasado año. Flojeó ligeramente a finales del mes de enero, fundamentalmente debido a la toma de beneficios y a que las noticias que aparecían sobre las ventas en las compañías no eran halagüeñas. Rápidamente ha reaccionado, encontrándose actualmente el Índice Commerzbank en torno a 810, el nivel más alto desde los años 1972-73.

Los analistas técnicos opinan que la Bolsa encontrará un fuerte nivel de resistencia, hacia el 820, difícil de romper y que el nivel de soporte se halla en el 775 del Índice Commerzbank. La presunción más generalizada es, que en los próximos meses la Bolsa Alemana oscilará entre 780-810.

A favor del buen comportamiento de la Bolsa está la cada vez menor diferencia entre los rendimientos por dividendos de las acciones y los rendimientos por intereses de las obligaciones, y en contra, está la duda del mantenimiento de los dividendos en el futuro. Las negociaciones salariales que en estos momentos tienen lugar pueden clarificar al panorama.

THE UNIVERSITY OF CHICAGO PRESS
50 EAST LEXINGTON AVENUE
NEW YORK, N.Y. 10017
LONDON: ROUTLEDGE
27, BEDFORD SQUARE
LONDON, W.C.1P 3EF
MILWAUKEE, WISCONSIN: UNIVERSITY OF WISCONSIN PRESS
480 LINCOLN DRIVE
MILWAUKEE, WISCONSIN 53233
TORONTO: UNIVERSITY OF TORONTO PRESS
50 SPADINA AVENUE
TORONTO, ONTARIO M5S 1A5
CANADA
AUSTRALIA: UNIVERSITY OF MELBOURNE PRESS
246 COLLINGWOOD STREET
MELBOURNE, VIC 3010
AUSTRALIA
SINGAPORE: UNIVERSITY OF SINGAPORE PRESS
100 NINTH AVENUE
SINGAPORE 117570
MALAYSIA: UNIVERSITY OF MALAYA PRESS
101, JALAN ABANG, 50450 KUALA LUMPUR
MALAYSIA
HONG KONG: UNIVERSITY OF HONG KONG PRESS
108, WING LOK STREET
HONG KONG
INDONESIA: PT. RINEK Cipta
Jalan Sekeloa Selatan 1, No. 10
Jakarta Selatan 12100
INDONESIA
PHILIPPINES: UNIVERSITY OF THE PHILIPPINES PRESS
100, UNIVERSITY AVENUE
DILIMAN, QUEZON CITY
PHILIPPINES
THAILAND: UNIVERSITY OF CHULALONGKORN PRESS
233, MAHA VAJIRAVIJAYANA RD.
BANGKOK 10330
THAILAND
SOUTH AFRICA: UNIVERSITY OF CAPE TOWN PRESS
77, ROSS STREET
CAPE TOWN 8001
SOUTH AFRICA
NEW ZEALAND: UNIVERSITY OF AUCKLAND PRESS
83, QUEEN STREET
AUCKLAND
NEW ZEALAND
INDIA: UNIVERSITY OF DELHI PRESS
7, BLOOMFIELD STREET
DELHI 110007
INDIA
PACIFIC ISLANDS: UNIVERSITY OF SOUTHERN CALIFORNIA PRESS
1905 DUMFRIES STREET
LOS ANGELES, CALIF. 90089
U.S.A.
AUSTRALIA: UNIVERSITY OF SYDNEY PRESS
387, MARKET STREET
SYDNEY, N.S.W. 2008
AUSTRALIA
SINGAPORE: UNIVERSITY OF SINGAPORE PRESS
100, NINTH AVENUE
SINGAPORE 117570
MALAYSIA: UNIVERSITY OF MALAYA PRESS
101, JALAN ABANG, 50450 KUALA LUMPUR
MALAYSIA
HONG KONG: UNIVERSITY OF HONG KONG PRESS
108, WING LOK STREET
HONG KONG
INDONESIA: PT. RINEK Cipta
Jalan Sekeloa Selatan 1, No. 10
Jakarta Selatan 12100
INDONESIA
PHILIPPINES: UNIVERSITY OF THE PHILIPPINES PRESS
100, UNIVERSITY AVENUE
DILIMAN, QUEZON CITY
PHILIPPINES
THAILAND: UNIVERSITY OF CHULALONGKORN PRESS
233, MAHA VAJIRAVIJAYANA RD.
BANGKOK 10330
THAILAND
SOUTH AFRICA: UNIVERSITY OF CAPE TOWN PRESS
77, ROSS STREET
CAPE TOWN 8001
SOUTH AFRICA
NEW ZEALAND: UNIVERSITY OF AUCKLAND PRESS
83, QUEEN STREET
AUCKLAND
NEW ZEALAND
INDIA: UNIVERSITY OF DELHI PRESS
7, BLOOMFIELD STREET
DELHI 110007
INDIA
PACIFIC ISLANDS: UNIVERSITY OF SOUTHERN CALIFORNIA PRESS
1905 DUMFRIES STREET
LOS ANGELES, CALIF. 90089
U.S.A.
AUSTRALIA: UNIVERSITY OF SYDNEY PRESS
387, MARKET STREET
SYDNEY, N.S.W. 2008
AUSTRALIA