

LA CRISIS MONETARIA Y LOS MERCADOS DE VALORES

Sobre las caídas de precios de los mercados de deuda y de acciones

Analistas Financieros Internacionales

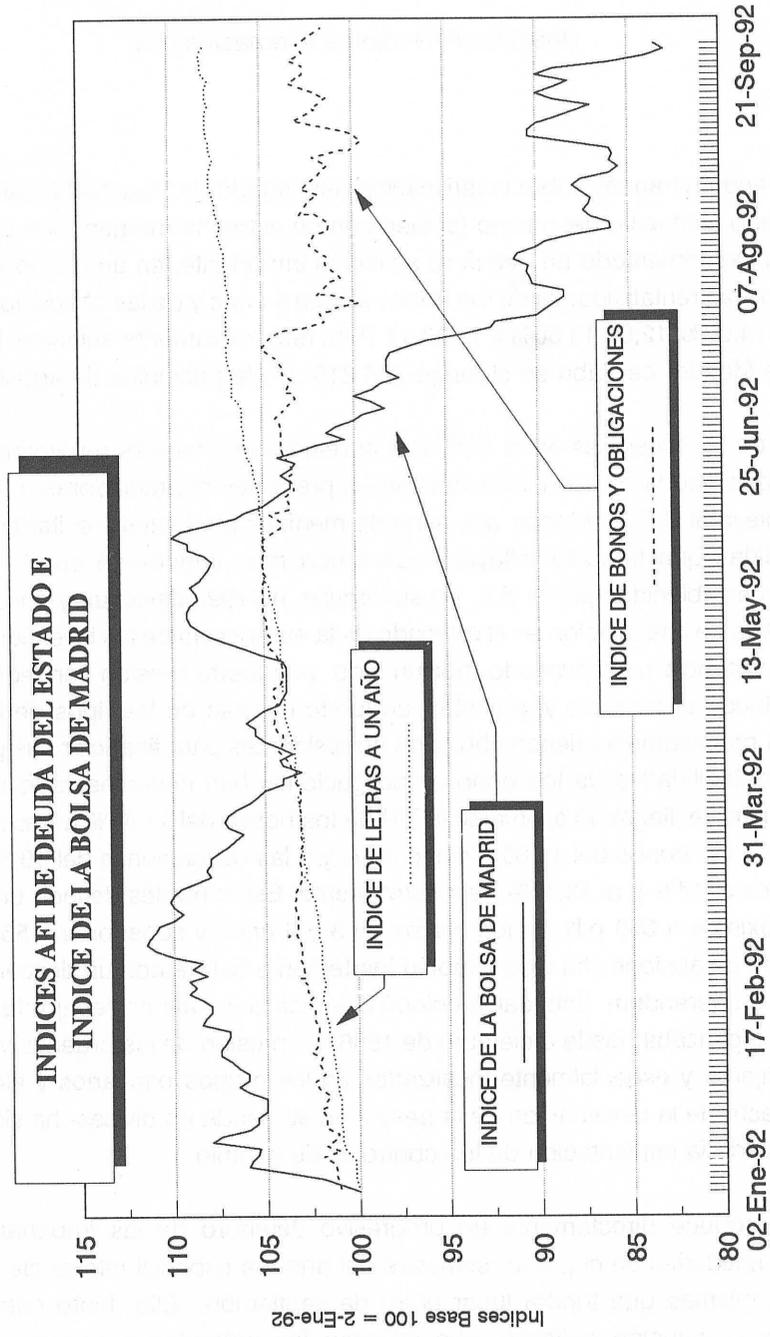
Tras el referendun francés sobre la ratificación del Tratado de Maastricht, celebrado el pasado día 20, y a pesar del resultado afirmativo del mismo (si bien con un estrecho margen), los precios de la deuda, lejos de recuperarse, han experimentado un deterioro adicional importante, en un contexto de extrema volatilidad. Antes del referendun, las rentabilidades de los bonos a 3 y a 5 años y de las obligaciones a 10 años fluctuaron en los rangos 13,40-14,00%, 12,90-13,50% y 12,30-12,70%, respectivamente, mientras la Bolsa española -según el Índice General de Madrid- oscilaba en el rango 205-215 desde principios de agosto.

La continuidad de las tensiones en el SME tras el referendun francés repercutió en fuertes repuntes de las rentabilidades de la deuda. En concreto, las fuertes presiones depreciadoras a las que se seguía viendo sometida la peseta llevó al B.E. a adoptar una serie de medidas tendentes a evitar las especulaciones contra nuestra divisa, medidas que también influyeron de forma muy importante en el mercado de deuda. Los controles de cambio establecidos por el B.E. en su circular 16/1992 dificultan y encarece dramáticamente la muy extendida práctica de financiación en el mercado de la europeseta de las inversiones extranjeras en deuda española. Esta circunstancia ha provocado, por un lado, una fuerte presión vendedora de los no residentes en el mercado de deuda al contado y, por otro, un fuerte repunte de los tipos de las simultáneas y de los repos, única vía que prácticamente tienen ahora los no residentes para financiar sus posiciones en deuda. En consecuencia, las rentabilidades de los bonos y obligaciones han experimentado un fuerte repunte en los últimos días de septiembre, llegando a situarse la TIR de los bonos del 11,40% a tres años en torno al 14,50%, y la correspondiente a los bonos del 11,00 a cinco años y a las obligaciones del 10,30 a diez años en niveles claramente superiores al 14% y al 13,10%, respectivamente. Estos niveles definen unos diferenciales con los bonos alemanes próximos a 650 p.b. en los plazos de 3 y 5 años y superiores a 550 p.b. en el 10 años. La reacción del mercado de acciones ha sido también fuertemente bajista con un descenso del 8% en las cuatro sesiones siguientes al referendun. Esta caída colocó al Índice General por debajo de la emblemática cota del 200, nivel que no se alcanzaba desde diciembre de 1986. La presión de las órdenes vendedoras provenientes de inversores extranjeros y especialmente localizadas en los grupos bancarios y eléctrico -este último muy afectado por el impacto de la devaluación de la peseta en su deuda en divisas- ha sido la nota dominante en la Bolsa española desde la implantación de los controles de cambio.

Esta situación produce directamente un progresivo deterioro de las importantes carteras de deuda acumuladas por las entidades en el primer semestre del año, de especial relevancia ante el inminente nuevo saneamiento de las mismas que tendrá lugar el 30 de septiembre. Ello, junto con el mantenido clima de incertidumbre sobre la solución definitiva que adopten las autoridades económicas de la CE sobre la estabilidad del SME y el futuro de la UEM, repercutirá de nuevo en una demanda prácticamente insignificante de bonos y obligaciones en la subastas correspondientes al mes de octubre, que se resolverán el próximo jueves, a pesar de que en este mes tendrá lugar la amortización de 765,2 m.m. nominales de los bonos del 12,50. Por tanto, pensamos que lo más probable es que el Tesoro declare desiertas estas subastas, ya por cuarta vez consecutiva.

GRAFICO

1



Ante este deterioro del mercado de deuda, el Tesoro ha centrado la financiación de sus necesidades de endeudamiento en los plazos más cortos. Prueba de ello son los 534 m.m. efectivos captados en el mes de septiembre a través de la emisión de letras a 6 meses, constituyéndose ésta como la principal vía de financiación del Tesoro en este mes. Además, según lo establecido en la Resolución de 22 de septiembre de la DGTPF (publicada en el B.O.E. del día 28), la intención del Tesoro es centrar su financiación en el mes de octubre en las letras a 3 meses, cuyas emisiones se reinician en este mes ya de forma regular (cada dos semanas, coincidiendo con las emisiones de letras a 6 meses y alternativamente a las de letras a un año). En dicha revolución el Tesoro ha anunciado unos objetivos en principio, de 300 m.m. efectivos para cada una de las subastas que se resolverán los días 14 y 28 de octubre. De esta forma, el Tesoro tratará de conseguir a través de las emisiones de letras a tres meses de octubre en torno a un 40% de la emisión bruta de deuda negociable en pesetas que estimamos necesita realizar en el último trimestre del año (algo más de 2,8 billones efectivos) para cubrir las necesidades de endeudamiento del Estado para el conjunto del año (que estimamos ahora en unos 2 billones de pesetas).

Nota del editor

Una vez finalizada la redacción e impresión de esta nota, los mercados de capitales españoles han sufrido enormes tensiones debidas fundamentalmente a la salida de inversión extranjera, desmontando posiciones tanto en títulos de renta fija, públicos y privados, como de renta variable.

La desconfianza en la peseta y las expectativas de alza en los tipos de interés provocaron que en la subasta de letras a 3 y 6 meses del 30 de septiembre, a pesar de elevarse el tipo marginal por encima del 14 por 100, quedará sin adjudicarse el 40% de la misma.

La desconfianza en nuestros mercados de capitales aumentaron el miércoles 30 por la tarde, como consecuencia del anuncio realizado por la empresa de *rating* Moody's Investors Service de rebajar la calificación del Reino de España. Esta circunstancia provocó: que la Bolsa de Madrid bajase casi 7 puntos el jueves 1 de octubre, situando el índice general en el 186,28 por 100, al finalizar la semana. Todas estas expectativas, que se siguen descontando, también provocaron una subida de los tipos de interés; las operaciones a plazo, superior a un mes, en el mercado interbancarios se situaron a niveles por encima del 15 por 100. Asimismo, quedó desierta la subasta de bonos y obligaciones del Estado correspondiente al día 1 de octubre.

La estabilidad de los tipos de interés en Alemania y los rumores de posibles retoques a la baja en el Reino Unido, Francia y Estados Unidos, provocaron una nueva tormenta monetaria el lunes 5 de octubre, que se saldó con un fuerte desplome de la libra y del franco fundamentalmente, puesto que los inversores prefirieron la seguridad del marco y del franco suizo.

Esta situación produjo un efecto muy negativo sobre todas las bolsas mundiales y especialmente europeas. París sufrió una caída del 4,3%, Londres del 4% y Madrid del 3,65%, lo que situaba al Índice de Madrid en un mínimo del 179,48%. Asimismo, la Bolsa de Francfort se vio afectada con un descenso del 3,62%, que los analistas atribuyeron al efecto muy negativo que el desplome de las otras divisas puede tener sobre sus exportaciones y, por tanto, sobre su deteriorado déficit por cuenta corriente.