

## Estrategias de Inversión: el Club Med y el Euro

Juan Ignacio Peña

Departamento de Economía de la Empresa

Universidad Carlos III

En los últimos meses, varios inversores internacionales han centrado su atención en estrategias sobre bonos soberanos emitidos por países del llamado Club Med (Grecia, Portugal, España e Italia) y también sobre el tipo de cambio del Euro.

Estos países comparten una serie de rasgos macroeconómicos comunes entre los que destacan unos déficits fiscales y un volumen de deuda pública que, en general, superan los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) (3% déficit fiscal anual; deuda pública inferior al 60% del PIB). Los datos de déficit y deuda para 2009 (predicción 2010) son: Grecia 12.7% (12.2%) y 86% (124%), Portugal 6.7% (8%) y 56% (84%), España 11.4% (10%) y 35% (66%) e Italia 5.5% (5.3%) y 100% (116%). A esto se suma una previsión de crecimiento económico bajo o negativo en el futuro próximo, la persistente pérdida de competitividad externa a la zona euro debida a la imposibilidad de devaluación, y la continua pérdida de competitividad interna en la zona euro (vease Grafico 1)

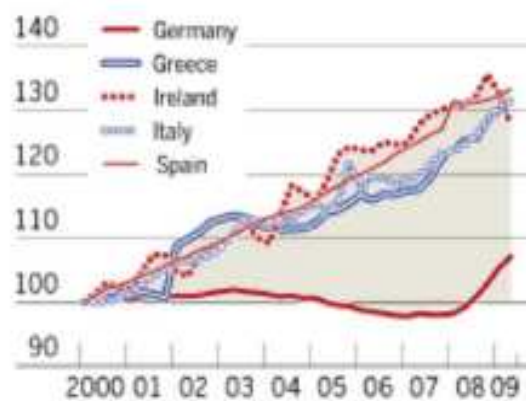
Un factor de riesgo adicional está relacionado con la incertidumbre sobre el verdadero estado de las finanzas públicas. Son bien conocidos los persistentes problemas de fiabilidad que presentan las estadísticas macroeconómicas de Grecia. Informaciones recientes sugieren que Grecia, Italia, Portugal y quizás otros países realizaron, al menos desde 1996 y hasta fechas cercanas, diversas operaciones financieras "off-balance-sheet" con objeto, inicialmente, de adecuar el perfil de sus cuentas públicas al cumplimiento de los requisitos formales para la integración en la Unión Monetaria Europea (EMU) y, posteriormente para mantener las apariencias de cumplimiento de los criterios del PEC. Por otra parte, un Estado del Club Med

anuncio en Septiembre de 2009 que su déficit fiscal para ese año sería del 5.2%. Sin embargo, a mediados de noviembre se comunicó que sería el 9.1%. En Enero de 2010 la estimación oficial es del 11.4%, es decir justo el doble de la cifra anunciada apenas tres meses antes. Este conjunto de noticias y situaciones no contribuyen

a despejar las dudas que los inversores tengan sobre la capacidad de los Gobiernos para controlar la evolución de su déficit presupuestario.

Si ello añadimos la incertidumbre, al menos por el momento, sobre el efecto concreto de las medidas propuestas tanto a nivel doméstico como a nivel UE (en términos de ajuste fiscal) que puedan reconducir la situación, la posibilidad de que el deterioro de las finanzas públicas pueda ocasionar una depreciación intensa de la deuda y crecientes dificultades para su refinanciación (sin descartar un eventual fallido por parte de algún país del Club Med) está siendo valorada por los inversores. Además una posible consecuencia de este fallido sería una crisis de confianza en el Euro. Por tanto, los inversores están desarrollando varias estrategias, basadas en las anteriores consideraciones, algunas de las cuales se comentarán a continuación.

Gráfico 1  
Costes Laborales Unitarios

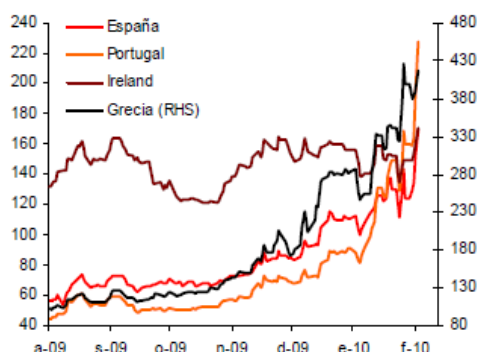


En los últimos meses, varios inversores internacionales han centrado su atención en estrategias sobre bonos soberanos emitidos por países del llamado Club Med (Grecia, Portugal, España e Italia) y también sobre el tipo de cambio del Euro.



Una primera estrategia es la compra de CDS sobre los bonos soberanos. El CDS es un contrato OTC de seguro que cubre a su poseedor de los costes que un fallido (o reestructuración) de un bono, ocasione a sus tenedores. El Grafico 2 muestra el precio del CDS para varios de los países del Club Med.

Gráfico 2  
DCS Spreads 5 años



Puede observarse un incremento sostenido del precio desde finales de 2009, cuando las dudas sobre la posición financiera de esos países empezaron a aumentar. Este incremento de precio refleja, tanto un aumento en la

demanda de este producto como el mayor riesgo de fallido percibido por los inversores. Por ejemplo, para Grecia, el precio de su CDS alcanzó un record de 400 puntos básicos la semana pasada (es decir \$400,000 para proteger un bono de \$10m contra el riesgo de fallido anualmente durante cinco años) con un volumen de negociación de \$76bn, el doble de hace un año.

La anterior estrategia no requiere la adquisición previa del bono, sino que es simplemente una toma de posiciones direccional sobre el mercado.

Otra estrategia es la venta al descubierto de los bonos soberanos. Un ejemplo de la mecánica en el caso de un bono griego sería la siguiente: el inversor pide prestado durante un mes el bono en cuestión a otro agente que lo tenga en su cartera a largo plazo (por ejemplo un banco francés). A cambio, el banco recibe una porción (o el total) del interés obtenido en el dinero resultante de la venta de los bonos y todos los pagos de cupón que se produzcan en ese periodo. La transacción tiene garantías ya que los bonos prestados están garantizados por el colateral (como mínimo el 50% del valor total obtenido en la venta) depositado en una

cuenta de márgenes (sujeta además a "margin calls"). El inversor vende los bonos, deposita el resultado en una cuenta del banco y espera durante un mes. Al cabo del mes, compra los bonos en el mercado y se los devuelve al banco. Si en este periodo se ha producido una depreciación del valor del bono que cubra los costes incurridos (pagos de cupón), el inversor obtiene el beneficio correspondiente. Estrategias de este tipo, si se realizan en volumen suficiente, hacen que la tasa interna de rentabilidad del bono (el "yield"), que tiene una relación inversa con su precio, tienda a aumentar. Esto ocasiona que el diferencial de la deuda del bono griego con respecto al benchmark (el bono alemán) aumente también.

Una tercera estrategia es la compra apalancada de bonos soberanos y de CDS sobre esos bonos. En este caso, si la cantidad resultante de restar al cupón del bono el coste de capital y la prima del CDS es positiva, se obtiene una ganancia. Nótese que esta es una estrategia atractiva para aquellos agentes con bajo coste de capital (por ejemplo hedge funds). Si un país emite deuda con un cupón alto relativo al CDS (como por ejemplo sucedió en la última emisión de bonos de Grecia en Enero o de Portugal en Febrero), esta estrategia de inversión es particularmente atractiva para ese tipo de inversores.

Finalmente, como ya se mencionó arriba, la situación actual hace que no sea descartable una crisis en la zona Euro, con la consiguiente depreciación de la moneda con respecto al dólar, yen o libra. De hecho, y como se observa en el Grafico 3, desde finales del año pasado, el Euro se viene depreciando de forma sostenida con respecto al dólar.

Una estrategia basada en la continuación de esta tendencia es la de tomar posiciones cortas en futuros o forwards sobre el tipo de cambio. Por ejemplo hace algunos días se conoció la noticia de que varios inversores habían tomado posiciones cortas en futuros sobre el tipo de cambio del Euro por un valor de unos \$8bn (€5.9bn). Sin embargo esta cantidad es solo el 0.6% del volumen diario del Mercado de divisas del Euro. Para poner en perspecti-

*Mientras continúe la incertidumbre sobre la evolución de las finanzas públicas en esos países, no es sorprendente que los inversores tengan incentivos para desarrollar estrategias. El atractivo relativo de cada estrategia dependerá de los riesgos regulatorios, costes de transacción (explícitos e implícitos), liquidez del mercado escogido y riesgo de contrapartida, entre otros factores.*



va la cifra, la posición corta que George Soros tomo sobre la Libra en 1992 fue de \$10bn , equivalente entonces al 10% del volumen diario del mercado.

En resumen, mientras continúe la incertidumbre sobre la evolución de las finanzas publicas en esos países, no es sorprendente que los inversores tengan incentivos para desarrollar estrategias como las

mencionadas. Aunque en esta nota solo se han mencionado brevemente alguna de ellas, pueden considerarse muchas otras, tanto sobre los bonos soberanos como sobre el tipo de cambio del Euro. El atractivo relativo de cada estrategia dependerá de los riesgos regulatorios, costes de transacción (explícitos e implícitos), liquidez del mercado escogido y riesgo de contrapartida, entre otros factores.

Grafico 3 Tipo de cambio US Dólar/Euro

