

## ¿Qué ha pasado en los mercados de renta fija?

**Las últimas semanas han venido marcadas por el aumento de la incertidumbre en Europa y un movimiento hacia activos refugio como los bonos alemanes. El detonante ha sido la situación política en Italia.** Los intentos de los partidos populistas ganadores de las elecciones del 4 de marzo (Liga Norte y Movimiento Cinco Estrellas) para formar gobierno están resultando fallidos. El presidente de la República (Sergio Mattarella) ha vetado el ministro de finanzas que proponían, tratando de frenar tendencias contrarias a la ortodoxia y a las instituciones europeas. Esto ha desencadenado una fuerte crisis en el país transalpino. La opción de que se celebren nuevas elecciones parece cada vez más probable y se baraja como fecha el próximo mes de octubre. A esto se ha unido, la moción de censura presentada en España por Pedro Sánchez al gobierno de Mariano Rajoy. Aunque la situación española dista mucho de la gravedad de la italiana, ambos factores han aumentado la desconfianza de los inversores hacia la periferia europea.

**El mercado ha reaccionado con un fuerte movimiento de aversión al riesgo hacia los activos italianos. El castigo ha sido superior en los vencimientos de más corto plazo.** El bono italiano a plazo de 2 años ha pasado de tener una rentabilidad de -0,3% a principios de mayo al 2%; en sólo una sesión, el 29 de mayo, la rentabilidad ha llegado a subir desde el 0,9% de cierre del día anterior hasta niveles del 2,9% (nivel máximo desde agosto de 2012) aunque posteriormente se ha relajado hasta el 2%. Y la TIR del bono a 10 años ha llegado a subir por encima del 3% por primera vez desde junio de 2014 (nivel actual: 2,9% frente al 1,78% de principios de mayo).

El mercado de deuda pública italiano es el de mayor tamaño de la eurozona y por tanto un ámbito de inversión a tener en consideración para los fondos de renta fija. **Desde 2013, los activos soberanos italianos vienen ofreciendo una rentabilidad superior a la de la deuda pública española y a los bonos privados de muchos emisores privados.** Por otra parte, **nuestra visión tradicionalmente ha sido de convergencia de la periferia con los países del núcleo duro, en un contexto en el que las instituciones europeas van avanzando en armonizar las políticas fiscales. Además, los fundamentales de la economía italiana son sólidos:** presenta **superávit primario** (1,7% sobre el PIB en 2017 y se espera un 2% en 2018), el **crecimiento económico es positivo** (1,4% en el primer trimestre de 2018), la **tasa de paro se está reduciendo y tienen superávit por cuenta corriente**. Por estos motivos, en nuestros fondos de renta fija venimos manteniendo de forma estructural una posición destacada en Italia dentro de la elevada diversificación geográfica que presentan.

***Como consecuencia de las posiciones mantenidas en activos italianos, los fondos de renta fija han experimentado correcciones notables los últimos días. En nuestra opinión, la corrección del mercado italiano obedece exclusivamente a razones políticas sin que se hayan modificado los fundamentales sólidos de la economía italiana.*** La incertidumbre política es un aspecto inherente a Italia. En los últimos 70 años ha tenido 64 gobiernos; en media duran poco más de un año, frente a 8 años de permanencia de los gobiernos en Alemania. ***El mercado no está cuestionando la capacidad de Italia de atender a los compromisos de pagos de la deuda por falta de crecimiento económico como ocurrió durante la crisis soberana en 2012. Es un tema de pérdida de la confianza por parte de los inversores mientras no se estabilice la situación política.***

***A corto plazo puede seguir existiendo volatilidad en mercado por factores políticos pero descartamos escenarios extremos de salida de Italia de la zona euro o decisiones unilaterales de impago de su deuda.*** Nuestro escenario base es de constitución de un gobierno interino hasta que se celebren elecciones. Lo más lógico es que el mercado asimile esta situación y se normalicen los niveles de tipos de interés como ha ocurrido en otras ocasiones.

*Analizando otros episodios de volatilidad en el mercado de renta fija que han tenido lugar desde 2011, identificamos tres momentos de correcciones importantes:*

- **noviembre de 2011.** La crisis de la deuda soberana en la zona euro cobró especial intensidad. La disparidad de opiniones en el seno de la Unión Europea, con la oposición de Alemania a que el BCE realizara una mayor intervención, penalizó la evolución de la deuda de Italia y España. Los fondos de corto plazo sufrieron caídas del 1% que se recuperaron en el plazo de un mes.
- **cuarto trimestre de 2015.** Dudas sobre el crecimiento mundial agudizadas por malos datos de confianza empresarial en China y devaluación del yuan. Fuertes caídas en el precio de las materias primas que provocaron cesiones en los bonos privados de los sectores de metal, minería y energía. Los fondos tuvieron correcciones diarias en torno a 0,5% que tardaron en recuperar tres meses.
- **noviembre de 2016.** Victoria de Trump en las elecciones en EEUU y convocatoria de referéndum en Italia para reformar la Constitución. Los fondos corrigieron en torno a 0,2% y se recuperaron en 1 mes.

***Tras la corrección sufrida, nuestra recomendación es de mantener las posiciones. Pensamos que conforme la situación política en Italia se vaya aclarando, los precios se irán recuperando. En otros episodios de volatilidad los precios han tardado en recuperarse entre 1 y 3 meses.***