

EL VIGÉSIMO CUMPLEAÑOS DEL BCE

Cristina Martínez Juste
Gestora de Inversiones, Ibercaja Gestión

Hace veinte años que se estableció el Banco Central Europeo. Su cumpleaños el 1 de junio ha coincidido con la aparición de tensiones financieras en la zona euro que ponen de manifiesto la necesidad de avanzar en el proyecto europeo más allá de disponer de una moneda única para toda la región, para evitar situaciones en las que los inversores empiecen a estimar la probabilidad de que un país pueda salir de la zona euro. En esta ocasión, el detonante de las co-

▶ **En el vigésimo cumpleaños del BCE han aparecido tensiones financieras que ponen de manifiesto la necesidad de avanzar en el proyecto europeo**

rrecciones en el mercado europeo ha sido la situación política en Italia. Los primeros intentos de los partidos populistas ganadores de las elecciones del 4 de marzo (Liga Norte y Movimiento Cinco Estrellas) para formar gobierno resultaron fallidos. El presidente de la República (Sergio Mattarella) vetó el ministro de finanzas que proponían (Paolo Savona), tratando de frenar tendencias contrarias a la ortodoxia y a las instituciones europeas. La posibilidad de nuevas elecciones, interpretadas como un referéndum a una salida de Italia de la Unión Europea, desencadenó una fuerte crisis en el país transalpino. A esto se unió, la moción de censura presentada

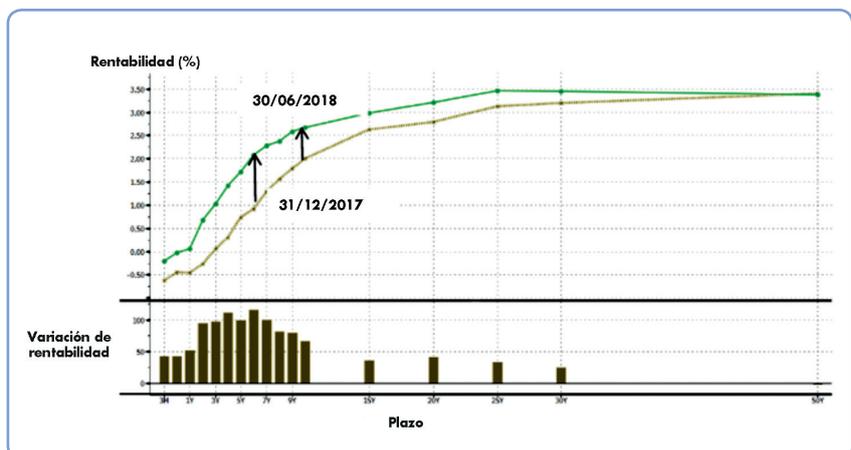
en España por Pedro Sánchez al gobierno de Mariano Rajoy. Aunque la gravedad de la situación española distaba mucho de la italiana, ambos factores aumentaron la desconfianza de los inversores hacia la periferia europea.

El mercado reaccionó con un fuerte movimiento de aversión hacia los activos italianos. El bono a 2 años sufrió en la sesión del 29 de mayo la mayor caída diaria desde 1992 (momento de la crisis del Sistema Monetario Europeo), pasando su rentabilidad del 0,9% al 2,9% y el bono a 10 años alcanzó el 3,20%. Finalmente, se presentó un equipo de ministros que fue aprobado por el presidente y se constituyó un nuevo ejecutivo aunque muchos de los cargos políticos tienen un marcado perfil euroescéptico. Los bonos públicos italianos se han recuperado desde los niveles mínimos alcanzados, pero desde principio de año la rentabilidad se ha incrementado en torno al 1% en la mayoría de vencimientos, produciéndose caí-

das significativas en sus precios. Así por ejemplo, el rendimiento del bono a plazo de 2 años ha pasado del -0,27% en enero al 0,68% a cierre de junio y la TIR del bono a 5 años ha repuntado desde el 0,73% hasta el 1,72%.

Un foco adicional de incertidumbre han sido las tensiones proteccionistas entre EE.UU. y sus principales socios comerciales, que empezaron en enero cuando Trump subió los aranceles a las importaciones de paneles solares y lavadoras y que las últimas semanas han ido escalando: EE.UU. ha amenazado con imponer un nuevo arancel del 25% a las importaciones de vehículos de la Unión Europea y ha gravado productos procedentes de China por valor de 34.000 M\$ (fundamentalmente semillas, semiconductores y componentes de aviones) a lo que China ha respondido en equivalencia con aranceles centrados en la soja. China es la economía con la que EE.UU. tiene un mayor déficit comercial,

Deuda pública italiana: variación de rentabilidad en el 1º semestre 2018

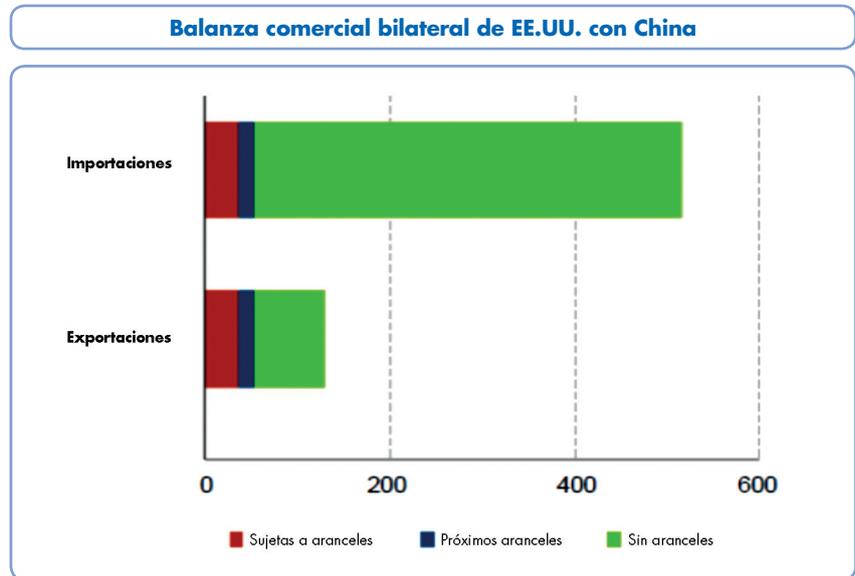


un 40% del total. El temor a una guerra comercial a nivel mundial ha aumentado las turbulencias y ha provocado caídas en los bonos privados.

Nuestros fondos de renta fija mantienen de forma estructural una posición destacada en Italia dentro de la elevada diversificación geográfica que presentan (no olvidemos de que el italiano es el mayor mercado de deuda soberana en Europa), por lo que han tenido correcciones notables en su cartera de deuda pública durante las últimas semanas, a las que se han unido las caídas en los precios de las emisiones de bonos corporativos.

En nuestra opinión, **la cesión del mercado italiano obedece exclusivamente a razones políticas sin que se hayan modificado los fundamentales sólidos del país:** crecimiento económico positivo del 1,4% en el primer trimestre de 2018, superávit primario de 1,7% sobre el PIB y capacidad de financiación frente al exterior del 2,7% sobre el PIB. El mercado no está cuestionando la capacidad de Italia de atender a los compromisos de pagos de la deuda por falta de crecimiento 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. **Las recientes declaraciones del nuevo ministro de finanzas italiano (Giovanni Tria) pueden ser el factor clave que reduzca las tensiones sobre los activos italianos:** "hay una intención clara y unánime de permanecer dentro de la zona euro" y "el gobierno hará un esfuerzo enorme para reducir el ratio de deuda sobre PIB de Italia". Precisamente, el punto de mira de los inversores está en las

▶ **Las declaraciones del nuevo ministro de finanzas pueden ser el factor clave que reduzca las tensiones sobre los activos italianos**



medidas que el Parlamento italiano aprobará en septiembre y sus efectos sobre el ya abultado nivel de endeudamiento público (130% sobre PIB). Las revisiones de la calificación crediticia de Italia por parte de Fitch y Standard & Poors el 31 de agosto y el 7 de septiembre también serán cruciales.

A corto plazo puede seguir existiendo volatilidad en el mercado de renta fija 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 que los inversores domésticos e internacionales recuperen la confianza en Italia y que se normalicen los tipos de interés como ha ocurrido en otras ocasiones.** Por otra parte, la deriva proteccionista generada por la errática política comercial de Trump puede deteriorar la inversión y las exportaciones en Europa pero esto será compensado por el dinamismo del consumo privado y el ritmo de crecimiento seguirá siendo elevado.

Desde 2011, identificamos tres episodios de volatilidad importantes que tuvieron lugar en el mercado de renta fija y afectaron tanto a la deuda pública como a la privada: 1) crisis de la deuda soberana en noviembre de 2011; 2) caídas en el precio de las materias primas en el cuarto trimestre

de 2015 y 3) victoria de Trump en las elecciones de EEUU junto con convocatoria de consulta en Italia para reformar la Constitución en noviembre de 2016. En estas tres ocasiones, **los fondos de renta fija se recuperaron en un horizonte entre 1 y 3 meses.** Esperemos que en esta ocasión se cumplan los mismos plazos.

▶ **En episodios anteriores de volatilidad, los fondos de renta fija han tardado en recuperarse entre 1 y 3 meses**

El Consejo Europeo celebrado a final de junio, y en el que ha participado el nuevo gobierno italiano, **ha abordado el tema de la inmigración y la reforma del área euro sin que se hayan producido apenas avances:** se ha aplazado cualquier toma de decisiones sobre la creación de un fondo de rescate bancario europeo y de un seguro de depósitos común a la próxima cumbre en diciembre. Confiamos en que la celebración del vigésimo primer cumpleaños del BCE en 2019 tenga lugar en un entorno más benigno, con una arquitectura de la zona euro más integrada desde el punto de vista monetario y fiscal y unos mercados financieros menos fragmentados.