

REVISIÓN DE ESTRATEGIAS

La periferia se acerca al centro: el 'spread' ya no es un factor de seguridad o de prima

La deuda soberana no se rige por el patrón de confianza en economías del centro de la UE y la mayor rentabilidad de países como Italia

Por Sergio M. Fernández

El mercado de bonos soberanos europeos ya no muestra la barrera de aversión al riesgo que dividía al Viejo Continente entre el norte y el sur. Ni las economías periféricas ofrecen en bloque un mayor rendimiento a costa de menor seguridad, ni el centro de la eurozona ofrece las mismas garantías que hace una década. Esto se ve en las rentabilidades de estos títulos de deuda y plantea un rediseño de las estrategias en renta fija porque ya no vale el modelo de bonos seguros en el norte y rentabilidad con riesgo en la periferia.

El bono alemán a 10 años se sitúa en el 2,7% en el mercado secundario. Es un rendimiento superior al que existía a comienzos de año por el fin de la regla del gasto que imperó en el país hasta ahora y que se eliminó para incrementar la inversión en defensa e infraestructura. En paralelo, los bonos de países como España e Italia aumentan sus *yields* a menor velocidad, lo que estrecha los diferenciales, conocidos popularmente como primas de riesgo.

Francia también ha roto todos los patrones. La crisis política en Los Campos Elíseos disparó la aversión al riesgo por sus títulos de deuda. Los bonos galos cuentan con una prima de riesgo de 80 puntos básicos al igual que los italianos. Es decir, ambas referencias a diez años cotizan con un rendimiento del 3,51%. Por su parte, el bono español se lleva 53 puntos básicos respecto al alemán, lo que son mínimos de más de una década, y está 25 puntos básicos por debajo de los franceses.

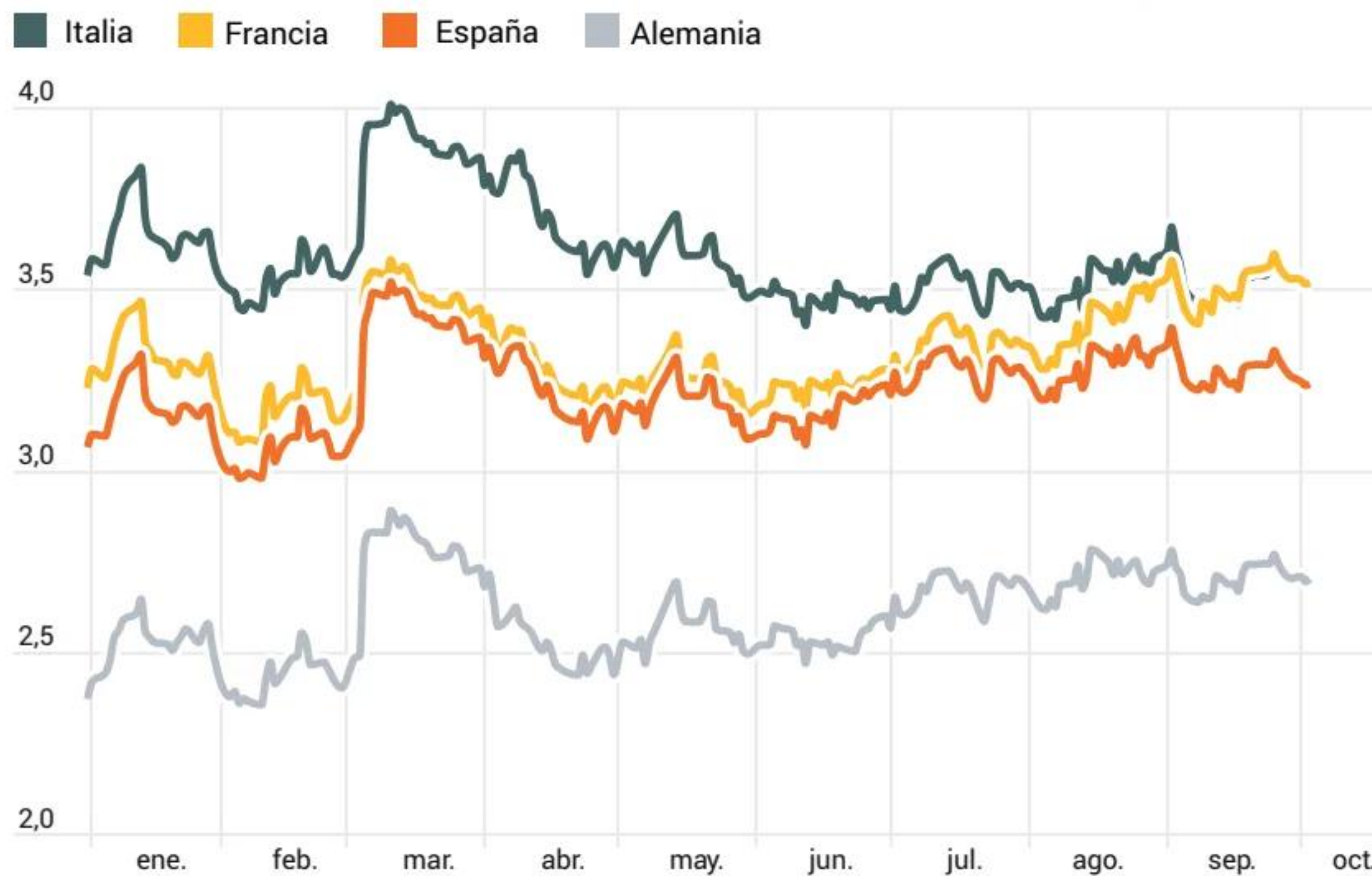
Ante esta tesitura, los expertos se preguntan si merece la pena comprar bonos periféricos más seguros o decantarse por los alemanes y franceses, cuyo precio ha visto mayor recorte y pueden rebotar con más virulencia. El responsable en renta fija europea de BlackRock, Simon Brundell, considera que el mayor crecimiento en España y Grecia refleja una relativa estabilidad en comparación con Francia y Alemania, que han sido los países más "seguros" desde la crisis de deuda en la década pasada.

Ahora, los riesgos y esfuerzos para reducir deuda están en Francia, para Brundell. "Sin embargo, creemos que muchos de los riesgos de los bonos franceses ya están descontados, ya que sus rendimientos superan con creces a los de España desde la introducción del euro", comenta el responsable de BlackRock. Es decir, el experto contempla una caída de la rentabilidad de los bonos franceses a largo plazo o una subida del precio de estos bonos en comparación con lo que harán los españoles.

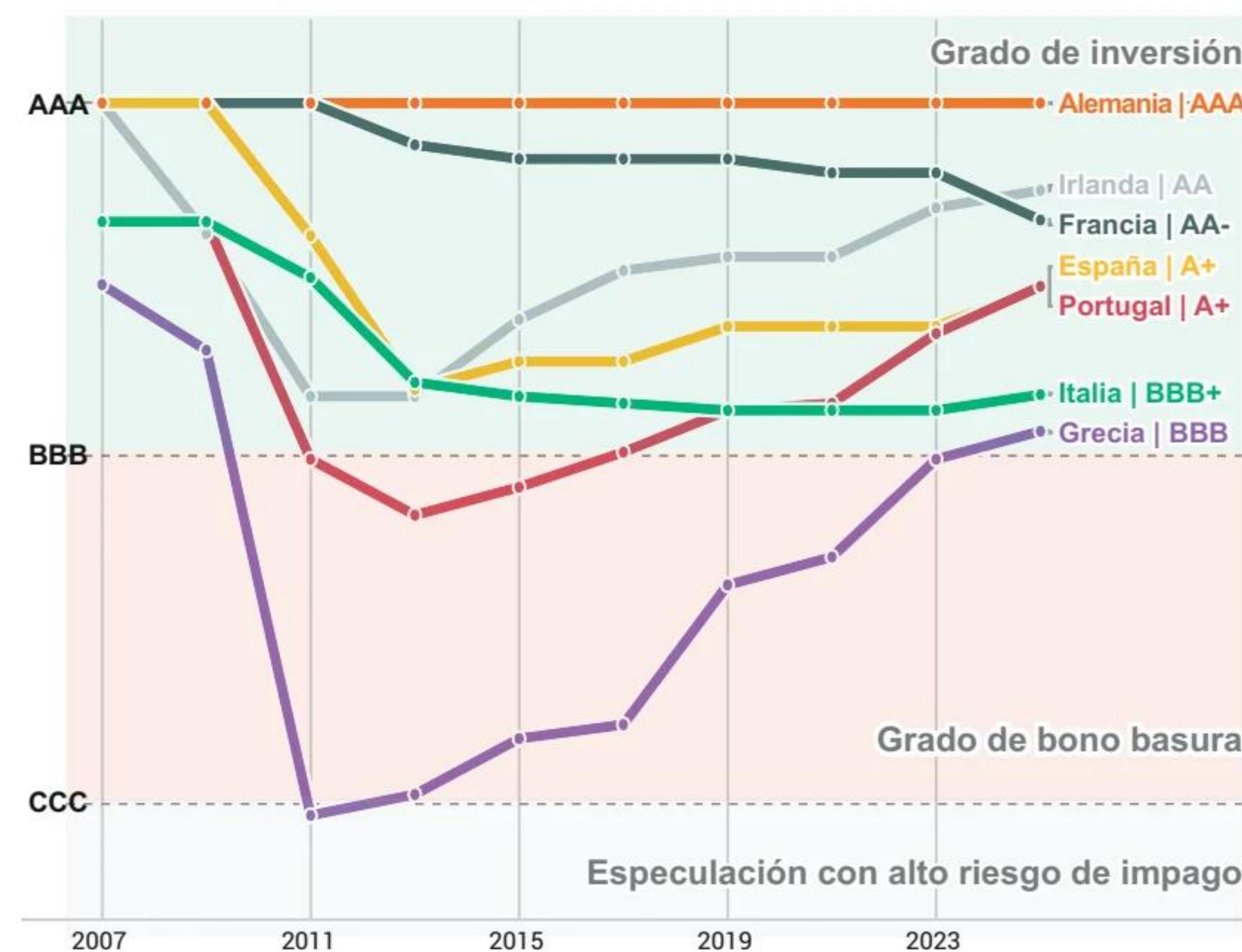
El consenso de mercado que recoge *Bloomberg* hace una lectura similar. Sin esperar más recortes de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo, la incertidumbre del largo plazo llevará al bono alemán a diez años al 3% para mediados del 2027. Así, crecerá 30 puntos básicos en los próximos 18 meses

El bono alemán se sitúa en el 2,7%

Evolución de la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años, en porcentaje



Evolución del rating de la deuda europea*



(*) En una escala estandarizada de 0 a 10 donde 10 es la máxima calificación de las agencias, por debajo de 5 se pierde el grado de inversión y bajo el cero es riesgo de impago. Elaboración propia.
Fuente: Bloomberg, Moody's, S&P, Fitch y DBRS.

según estas estimaciones.

En cambio, los italianos y los españoles a diez años ampliarán más sus rentabilidades para las mismas fechas, lo que supondría una mayor pérdida para el inversor por la caída del precio de estos bonos. Del mismo modo, las estimaciones recogen que los bonos franceses cotizarán al cierre del 2026 con rendimientos inferiores a los actuales. Dicho de otra forma, el castigo a los bonos galos se re-

vertiría en el corto plazo y daría ganancias por el aumento del precio de estos bonos.

No obstante, hay quienes no tienen tan claro que el bono francés vaya a moderarse tanto como descuenta el consenso de expertos. "La prima de riesgo OAT-Bund [bono francés vs bono alemán] se mantiene en torno a los 80 puntos básicos, claramente por debajo del récord de 90 puntos básicos (en 2024), pero bajo presión ante un posible resurgi-

miento del riesgo político en los próximos meses", comenta el gestor de renta fija de Crédit Mutuel Asset Management, Clémence Arrighi, quien asegura estar sobreponderado en Alemania, se muestra neutral en títulos italianos y españoles pero infraponderado en Francia por los riesgos políticos.

No obstante, otros ven mayor oportunidad en la deuda española por su nuevo binomio de mayor seguridad (como se ve en las mejoras de rating) sin llegar a ser como la alemana pero con mayor rentabilidad que ésta. "El diferencial *bono-Bund* es el más bajo desde 2010, lo que ha ayudado a normalizar la prima de riesgo de la renta fija española", comenta el analista de Barclays, Emmanuel Cau.

Esto mismo plantea el responsable de renta fija de Generali AM, Mauro Valle con la prima de riesgo en el rango de los 55-60 puntos básicos. "Dado que el escenario previsto en el BCE mantendría los tipos sin cambios y en un contexto de baja volatilidad tanto en tipos como en diferenciales, los bonos españoles siguen representando una buena oportunidad de inversión para maximizar la rentabilidad

LOS BONOS ESPAÑOLES REPRESENTAN UNA OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN, APUNTAN DESDE GENERALI AM

"NO VEMOS UNA VENTAJA EN LA DEUDA PERIFÉRICA FRENTE A LA DEUDA ALEMANA", SEÑALAN DESDE NORZ PATRIMONIA

de una cartera soberana", comenta Valle.

Sin embargo, la mejora en la percepción del riesgo de la deuda italiana y española en comparación con los títulos centroeuropeos también resta atractivo para otras voces del mercado que buscan mayores diferenciales todavía. Esto lleva al gestor de renta fija en Schroders, James Ringer, a buscar en otros bonos soberanos. "Creemos que la mejora de fundamentales en Portugal y Grecia respaldarán su continuo rendimiento superior en relación a países *semi-core* como Francia, Bélgica y Austria", comenta Ringer.

Otros no opinan así. "No vemos una gran ventaja en invertir en deuda periférica a la deuda alemana. Preferimos duraciones cortas con baja sensibilidad a los tipos, a corto plazo la rentabilidad adicional de los países periféricos (Francia incluida) no nos compensa su peor calidad crediticia", sintetiza el director de inversiones de Norz Patrimonia, Jordi Martret.