



«Italia se convertía en un riesgo sistémico, casi existencial para la eurozona.»

Italia y el euro

La situación creada en Italia en las últimas semanas llevó a los mercados a volver a cotizar el riesgo de reversibilidad en la eurozona, también denominado de re-denominación. Este riesgo consiste en la posibilidad de que un país miembro del euro abandone la Unión Monetaria, y cotizó de forma intensa en algunas fases de la crisis de deuda soberana acaecida entre los años 2010 y 2012.

El detonante para su reaparición fue la negativa del Presidente Mattarella a permitir la formación del Gobierno inicialmente planteado por la coalición entre la Lega y el M5S, que contaba como ministro de economía a un convencido euroescéptico, Savona, que incluso había participado en el diseño de planes para el abandono del euro. Esta decisión elevaba el riesgo de que en un corto espacio de tiempo se produjera una repetición de elecciones en las que los partidos de la coalición populista pudieran reforzar, como apuntaban las encuestas, su hoy exigua mayoría parlamentaria (351 de 630 diputados). El escenario de una coalición reforzada en unas elecciones con el euroescépticismo como principal leit motiv para los votantes suponía una seria amenaza para la estabilidad de la eurozona.

En tan solo dos sesiones de virulento abandono de posiciones en activos italianos, contagio a otros emisores so-

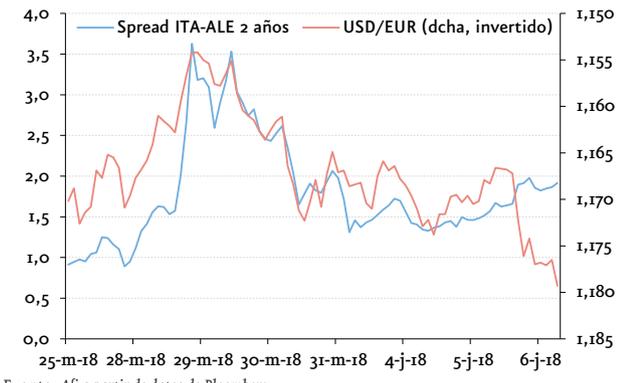
beranos periféricos y una fuerte huida a activos refugio, el mercado recorrió el camino que en el período 2010-2012 tardó en realizar muchos meses. Los mercados aprenden. El veredicto era claro. Italia se convertía en un riesgo sistémico, casi existencial para la eurozona y por tanto se imponía la vuelta a los cuarteles de invierno.

Tres movimientos de mercado fueron ilustrativos de hasta qué punto se volvía a una situación crítica. El primero, la inversión de la curva de diferenciales de rentabilidad de la deuda italiana frente a Alemania, que señalaba una situación de cercanía –y por tanto urgencia– de un deterioro crediticio grave. En segundo lugar, el fuerte castigo al sector bancario, más visible en sus cotizaciones bursátiles y proporcional a la exposición a la tenencia de deuda italiana en balance, que exhibía sin pudor la permanencia del doom loop soberano-bancario y la imperfección de la Unión Bancaria. Finalmente, el hundimiento del euro frente a la práctica totalidad de divisas y, en especial, con el dólar.

La situación mejoró de forma radical tras acordar los partidos de la coalición populista una nueva composición de Gobierno, algo menos áspera en relación al euro y la UE, y su aceptación por parte del Presidente de la República. De la situación de riesgo crítico de las sesiones finales del mes de mayo,

JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico y de Mercados de Afi. Twitter: @JMAafi

Diferencial de deuda a 2 años Italia-Alemania y cotización del euro frente al dólar



Fuente: Afi a partir de datos de Bloomberg.

hemos pasado a una situación que podríamos calificar de riesgo crónico y cuya durabilidad se antoja dado el potencial deterioro fiscal y la mayor asertividad en Europa por parte del Gobierno italiano. Los activos italianos, si bien ya lejos de los peores niveles de este episodio, siguen exhibiendo una elevada volatilidad. Y posiblemente seguirán sujetos a ella durante meses. En todo caso, que el euro se haya ido desligando de este castigo a los activos italianos y recupere posiciones con el dólar, es una señal de que, afortunadamente, el riesgo de reversibilidad ha vuelto a pasar a un segundo plano ::