



Italia: Continuas Señales de Inestabilidad Política y Económica

Tras crecer un 1,3% en 2010, la economía italiana sigue mostrando su permanente incapacidad de expandirse a tasas mayores. La recuperación de la crisis financiera mundial ha sido lenta, mientras que la crisis soberana de la Zona Euro ha mantenido frágil el sistema bancario europeo y el financiamiento de los estados.

El fuerte gasto de mantener un Estado de Bienestar, abultó en forma desmedida el endeudamiento y el gasto público de la Zona Euro y hoy suenan las alarmas en la tercera mayor economía de la Unión Europea: Italia.

Si bien existe una preocupación real de que Italia pueda sumarse a la crisis en la Unión Europea, la probabilidad sigue siendo baja. No obstante, no es sólo la probabilidad de que esto suceda lo que preocupa a los principales analistas. Sino la intensidad del shock que podría suscitar una caída de Italia, en especial si consideramos los fuertes nexos financieros con otros miembros vulnerables de la Unión.

Plan de Austeridad

No es común ver aprobadas medidas financieras y económicas para los próximos cuatro años en tan sólo una semana de discusión parlamentaria, pero es precisamente esto lo que sucedió en Italia a fines de julio. La urgencia en aprobar la medida no es meramente por voluntad política, es más bien un intento por parte de los políticos de demostrar a los mercados que el Estado italiano busca otorgar respuestas, tras registrarse una baja demanda por parte de los inversionistas en los bonos italianos. El proyecto aprobado, aumenta el efecto sobre la reducción del déficit fiscal, de € 40 mil millones a € 48 mil millones.

No obstante, muchas dudas surgen al respecto, en especial por los detalles del programa, los cuales no han sido estipulados aún. Además, se suma el hecho de

Para que Italia se mantenga estable, debe mantener el fuerte dinamismo del sector exportador. Es decir, para poder superar los problemas en un corto plazo, el sector externo no debería deteriorarse.

que más de € 42 mil millones de las nuevas medidas propuestas, han sido postergadas para después de 2013, justo en un período de elecciones generales, por lo que mucho dependerá del próximo gobierno.

Por un momento, la discusión sobre el presupuesto fiscal pareció conducir a una vía para mayor privatización y liberalización de la economía. Se sostuvo en diversas conversaciones la posibilidad de vender ciertas posiciones del Estado en grandes corporaciones o de privatizar ciertas entidades de autoridades locales, e incluso se insinuó la posibilidad de abolir el “ordini” (asociaciones auto reguladas que mantienen el dominio sobre el ingreso a diversas profesiones, en su mayoría beneficiando a los hijos de los actuales profesionales), para flexibilizar el mercado laboral y mejorar la productividad.

Pero esa revolución liberal de Berlusconi duró tan sólo unos días. El Ministro de Desarrollo Económico, Paolo Romani, dio a conocer que las cláusulas correspondientes al presupuesto eran sólo una declaración de intención, al tiempo que comenzaba una intensa discusión interna entre los senadores de Berlusconi, producto de las polémicas iniciativas.

Si hay algo característico de las medidas adoptadas por el premier Berlusconi, es la aversión a enfrentar intereses que podrían ocasionar más revuelo y costo político. El presupuesto pospone para la próxima administración el recorte en los salarios de los parlamentarios, los cuales, en una magnitud no menor, son los mejores pagados en Europa.

Así también, la frase más utilizada por el Primer Ministro, es que “el gobierno jamás pondrá su mano dentro de los bolsillos del pueblo italiano”. No obstante, cerca del 60% de la reducción del déficit fiscal incluye aumento en los impuestos. Cómo será implementada la nueva tasa impositiva sigue siendo un misterio, pero a menos que se tomen medidas serias antes de 2013, existirá una disminución inmediata de 5% en subsidios. Esto, junto al aumento de los costos en salud y reducción de las pensiones, ha empezado a considerarse un peligro regresivo sobre el crecimiento económico y una posible amenaza de crisis política.

No sólo en materia de impuestos las medidas son ambiguas, sino también en las otras 16 medidas impulsadas por Giulio Tremonti, Ministro de Finanzas, las cuales han sido difíciles de esclarecer para los analistas. Lo que sí se ha identificado con mayor claridad, es la disminución del apoyo a nuevas empresas.

Contagio Europeo

Desde que comenzó la saga sobre la crisis de deuda soberana europea, se ha temido que las condiciones vividas en Grecia, Irlanda y Portugal, pudieran expandirse a las mayores economías de la Zona Euro. Gran parte de la atención se ha focalizado en España, un país que aún se mantiene al límite del abismo. No obstante, en estas últimas semanas, la atención se ha dirigido, también, de forma

alarmante a Italia y la economía española se ve con mejores ojos por los mercados, después de la iniciativa política conjunta del gobierno y la oposición para modificar la constitución y limitar el desequilibrio fiscal.

A partir del 8 de julio, el mercado de bonos comenzó una inesperada jornada de compras, presionando al alza los bonos de deuda italianos hasta su punto más alto de la última década. Este hecho, tuvo como consecuencia una de las caídas más significativas en el precio de las acciones de los bancos italianos, la cual sólo pudo ser calmada tras la compra, por parte del Banco Central Europeo, de deuda italiana. Desde este evento, la posibilidad de que la tercera mayor economía de Europa sufra los embates de la crisis soberana es un riesgo esperable.

Si consideramos que Italia mantiene una deuda pública bruta de 120% con respecto al PIB, y además consideramos el problema crónico de lento crecimiento económico, vemos que, para que Italia se mantenga estable, debe mantener el fuerte dinamismo del sector exportador. Es decir, para poder superar los problemas en un corto plazo, el sector externo no debería deteriorarse.

Pero no sólo Italia depende del resto del mundo para mantenerse, sino también el sector externo, en especial Europa, depende de Italia. Si por alguna razón Italia llegase a caer en default, lo que no parece probable, los efectos serían catastróficos, ya que Italia posee un cuarto de toda la deuda de los gobiernos de la Zona Euro. Los tests de estrés para los principales bancos italianos fueron publicados el 15 de julio, lo cual alivió en cierto grado las preocupaciones sobre la estructura financiera de Italia, pues los resultados muestran que aun cuando Grecia cayera en default, Italia podría resistir.

Los bancos franceses tenían cerca de US\$ 100 mil millones de deuda soberana italiana a finales de 2010. Eso es más que la exposición de Grecia, Irlanda Portugal y España juntas. Por lo que una eventual crisis italiana, conllevaría un impacto importante en Francia y Alemania. Pero este evento, por ahora, es poco probable.

Existen componentes domésticos que han afectado a la economía italiana. Por una parte, el vencimiento de US\$ 247 mil millones de papeles de gobierno, 11% del total de deuda en el mercado, a mediados del presente año. Y por otra parte, el hecho de que el plan de austeridad, que se esperaba fuese de 40 mil millones de euros, fue sólo de 36 mil millones, inicialmente.

La posibilidad de que Italia llegue a presentar dificultades de deuda similares a las de Grecia sigue siendo remota. Ya que, aún cuando las tasas de interés a diez años aumentaran en un 10% sobre la deuda italiana (en julio alcanzaron el 6%), el costo de deuda promedio sólo aumentaría en un 0,5% en los próximos cuatro años.

El sistema bancario, también se encuentra relativamente inmune ante una crisis en el mercado de bonos, con más del 90% de los préstamos financiados por depósitos

para el retail, mientras que los bancos más importantes han aumentado también sus niveles de liquidez.

El déficit italiano se mantiene en 2,80% del PIB y está entre los más pequeños de la Zona Euro, y los analistas esperan que disminuya. Esto podría indicar que, para 2014 cuando se consolide la deuda, Italia pueda fomentar iniciativas de cambio estructural y productividad para impulsar una alicaída economía interna.

El 26 de agosto, Italia colocó deuda por 8.500 millones de euros a seis meses, a una tasa de 2,14%, más baja que la pagada el 26 de julio, de 2,269%, aunque en esta reducción de tasa hubo efecto de las compras del Banco Central Europeo.

En lo que queda del año, Italia debe colocar deuda por 80.000 millones de euros. Parte de estas colocaciones corresponderán a septiembre, cuando vencen 46.000 millones de euros de deuda pública.


El 30 de agosto, el Gobierno de Italia envió una señal confusa al Banco Central Europeo y a los mercados financieros, al echar marcha atrás en su proyecto de presupuesto de emergencia y austeridad, concordado, en cierta manera, con el Banco Central Europeo, previos a las compras de deuda soberana de Italia y España, hace unas semanas atrás que llegaron a 22 mil millones de euros y que permitieron bajar la tasa de interés exigida por los mercados de 6 a 5%. Las revisiones, fundamentalmente, consisten en reducir el impuesto a la riqueza, bajar los recortes de gasto a las autoridades locales y eliminar, para efecto de las pensiones, los años de universidad y servicio militar, lo que implica una pérdida de ingreso neta de 4.500 millones de euros. A juicio de Mario Baldassari, Presidente de la Comisión de Finanzas del Senado, estos cambios amenazarían alcanzar la meta del presupuesto balanceado en el 2013.

El paquete de revisiones presupuestarias tampoco contiene las reformas estructurales exigidas por el BCE.

Al 1º de septiembre, los CDs de Italia y España, que miden el riesgo, estaban en 383 y 375 p.b., respectivamente.

Cuadro Nº 1


Indicadores Económicos de Italia

 Italia	2006	2007	2008	2009	2010	2011P	2012P
PIB real (var%)	2,0	1,5	-1,3	-5,2	1,3	0,8	1,0
Ahorro Nacional (% del PIB)	19,0	19,4	18,3	16,8	16,7	16,5	17,1
Inflación (var% fin del periodo)	2,1	2,8	2,4	1,1	1,9	2,0	2,1
Importaciones (var%)	7,5	5,2	-6,5	-19,1	13,9	6,8	4,0
Exportaciones (var%)	7,8	6,2	-6,3	-25,6	12,1	6,3	6,3
Balance Fiscal (% del PIB)	-3,4	-2,5	-2,6	-3,9	-2,9	-2,8	-2,2
Balance de Cuenta Corriente (% del PIB)	-2,6	-2,4	-2,9	-2,1	-3,5	-3,4	-3,0

Fuente: FMI, JP Morgan.

Cuadro Nº 2

Indicadores del Crecimiento en Italia

 Italia	2009	2010	feb-11	mar-11	abr-11	may-11	jun-11
Salarios (var% anual)	3,10	2,10	2,10	2,00	1,90	1,80	-
Ventas de Retail (var % anual)	-1,60	-0,10	0,00	-1,70	1,20	-0,80	-
Confianza del Consumidor (1980=100)	107,80	107,10	106,30	105,20	103,70	106,50	105,80
Confianza en los Negocios (1995=100)	81,00	97,80	102,50	103,10	102,40	101,10	100,50
Producción Industrial (var%)	-18,40	6,60	2,40	3,40	3,80	1,80	-
Nuevas Ordenes Industriales (var%)	-21,40	14,90	16,20	21,20	5,80	13,60	-
Balanza Comercial (var%)	-7,57	-31,31	-3,39	-4,03	-3,92	-3,76	-
Tipo de Cambio US\$/€ (promedio)	1,39	1,33	1,37	1,40	1,45	1,43	1,44
LIBOR 3 meses (promedio)	1,21	0,75	1,04	1,13	1,27	1,38	1,43
Bono de Gobierno 10 años (promedio)	4,27	3,99	4,69	4,75	4,69	4,68	4,77
Indice Accionario BCI (fin del periodo)	1137	1048	1135	1119	1150	1091	1039

Fuente: FMI, JP Morgan.

Cuadro Nº 3

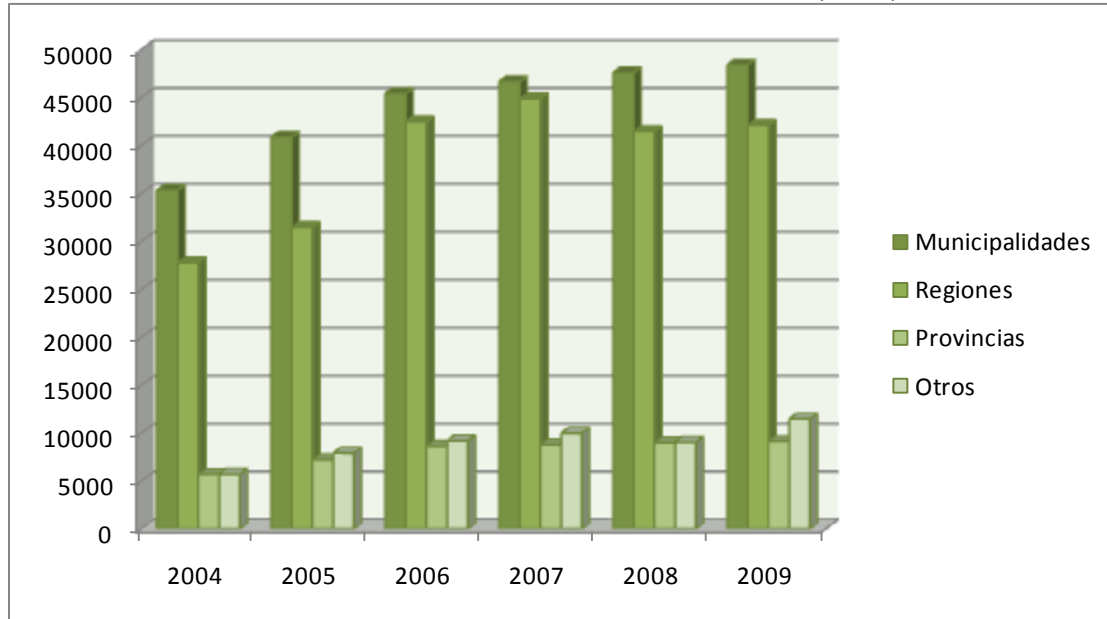
Bonos del Banco de Italia

Descripción del Bono	Liquidez	Madurez	Precio	Interes Dev.	Valor Mercado (US\$)	Dur. Mac.	Dur. Mod.	TIR	Convexidad	Cupón	Fecha
Italy 4.25% BTP Oct 2012	Activo	15-oct-12	101.089	1.382	26.773.020	1.145	1.108	3.312	1.846	4.250	15-oct-07
Italy 2.0% BTP Dic 2012	Activo	15-dic-12	98.232	0.317	26.187.623	1.328	1.284	3.363	2.359	2.000	04-ene-10
IT 4.75% BTP Feb 2013	Activo	01-feb-13	101.830	0.142	30.465.351	1.440	1.391	3.476	2.725	4.750	02-sep-02
Italy 4.25% BTP Abr 2013	Activo	15-abr-13	101.133	1.382	24.346.331	1.614	1.559	3.571	3.361	4.250	16-may-08
Italy 2.0% BTPS Jun 2013	Benchmark	01-jun-13	97.402	0.393	23.875.144	1.774	1.714	3.513	3.931	2.000	01-jun-10
Italy 4.25% BTP Ago 2013	Activo	01-ago-13	101.353	0.127	36.313.243	1.913	1.847	3.559	4.521	4.250	02-may-03
Italy 2.25% BTPS Nov 2013	Activo	01-nov-13	96.934	0.630	24.722.453	2.166	2.089	3.713	5.647	2.250	01-nov-10
Italy 3.75% BTP Dic 2013	Activo	15-dic-13	99.969	0.594	28.611.199	2.252	2.170	3.787	6.096	3.750	16-ene-09
Italy 3.0% BTP Abr 2014	Activo	01-abr-14	97.624	1.090	20.772.187	2.527	2.430	3.993	7.538	3.000	01-abr-11
Italy 3.5% BTP Jun 2014	Activo	01-jun-14	98.873	0.689	27.499.465	2.677	2.575	3.958	8.392	3.500	15-jun-09
Italy 4.25% BTPS Jul 2014	Activo	01-jul-14	100.698	0.485	5.036.210	2.738	2.632	4.027	8.767	4.250	01-ago-11
Italy 4.25% BTP Ago 2014	Activo	01-ago-14	100.826	0.127	39.120.111	2.823	2.714	3.987	9.265	4.250	02-feb-04
Italy 4.25% BTP Feb 2015	Activo	01-feb-15	100.550	0.127	30.567.293	3.264	3.135	4.108	12.199	4.250	01-sep-04
Italy 3.0% BTP Abr 2015	Activo	15-abr-15	96.163	0.975	28.185.446	3.469	3.330	4.176	13.678	3.000	15-ene-10
Italy 3.0% BTPS Jun 2015	Activo	15-jun-15	95.862	0.475	25.538.263	3.636	3.489	4.217	14.891	3.000	15-jun-10
Italy 3.75% BTPS Ago 2015	Activo	01-ago-15	98.510	0.112	36.196.545	3.724	3.574	4.195	15.640	3.750	02-may-05
Italy 3.0% BTPS Nov 2015	Activo	01-nov-15	95.295	0.840	21.241.117	3.957	3.796	4.265	17.579	3.000	16-nov-10
Italy 3.75% BTPS Abr 2016	Benchmark	15-abr-16	97.735	1.219	18.696.915	4.276	4.098	4.330	20.650	3.750	18-abr-11
Italy 3.75% BTP Ago 2016	Activo	01-ago-16	98.151	0.112	37.364.086	4.575	4.390	4.204	23.359	3.750	01-mar-06
Italy 4.0% BTP Feb 2017	Activo	01-feb-17	98.287	0.120	33.880.304	4.961	4.752	4.395	27.446	4.000	02-ene-07
Italy 5.25% Ago 2017	Activo	01-ago-17	103.678	0.157	33.311.392	5.215	4.986	4.586	30.783	5.250	14-feb-02
Italy 4.5% BTP Feb 2018	Activo	01-feb-18	98.966	0.135	34.959.838	5.678	5.421	4.734	36.120	4.500	03-sep-07
Italy 4.5% BTP Aug 2018	Activo	01-ago-18	98.446	0.135	31.273.734	6.047	5.769	4.817	41.033	4.500	01-may-08
Italy 4.25% BTP Feb 2019	Activo	01-feb-19	96.528	0.127	32.051.188	6.454	6.155	4.860	46.634	4.250	25-jun-03
Italy 4.5% BTP Mar 2019	Activo	01-mar-19	97.917	2.005	32.178.177	6.345	6.050	4.889	46.151	4.500	03-nov-08
Italy 4.25% BTP Sep 2019	Activo	01-sep-19	96.351	1.894	31.121.289	6.749	6.436	4.854	52.090	4.250	04-may-09
Italy 4.5% BTP Feb 2020	Activo	01-feb-20	97.667	0.135	29.334.089	7.114	6.782	4.889	57.226	4.500	24-mar-04
Italy 4.25% BTP Mar 2020	Activo	01-mar-20	95.710	1.894	31.623.414	7.089	6.756	4.924	57.643	4.250	01-oct-09
Italy 4.0% BTPS Sep 2020	Activo	01-sep-20	93.531	1.783	29.700.714	7.489	7.136	4.948	64.193	4.000	01-abr-10
Italy 3.75% BTPS Mar 2021	Activo	01-mar-21	90.686	1.671	30.206.053	7.887	7.508	5.046	71.033	3.750	01-sep-10
Italy 3.75% BTP Ago 2021	Activo	01-ago-21	91.372	0.112	34.643.499	8.317	7.928	4.906	77.932	3.750	01-feb-06
Italy 4.75% BTPS Sep 2021	Benchmark	01-sep-21	97.275	2.117	31.590.709	7.909	7.521	5.160	73.375	4.750	01-mar-11
Italy 4.75% BTP Ago 2023	Activo	01-ago-23	95.195	0.142	30.459.127	9.179	8.712	5.362	98.689	4.750	16-abr-08
Italy 9.0% BTP Nov 23	Transado	01-nov-23	130.154	2.519	21.181.063	8.103	7.671	5.636	83.457	9.000	18-nov-93
Italy 5.0% BTP Mar 2025	Activo	01-mar-25	95.505	2.228	27.544.077	9.687	9.178	5.545	114.866	5.000	15-jul-09
Italy 4.5% BTPS Mar 2026	Activo	01-mar-26	89.150	2.005	20.319.819	10.349	9.793	5.675	131.116	4.500	29-sep-10
Italy 7.25% BTP Nov 26	Activo	01-nov-26	114.829	2.029	15.650.512	9.709	9.172	5.849	121.425	7.250	03-feb-97
Italy 6.50% BTP Nov 27	Activo	01-nov-27	106.783	1.819	40.175.214	10.300	9.724	5.925	136.843	6.500	18-nov-97
Italy 5.25% BTP Nov 2029	Activo	01-nov-29	95.030	1.469	37.581.324	11.600	10.967	5.766	173.383	5.250	18-nov-98
Italy 6.0% BTP May 31	Activo	01-may-31	101.858	1.679	43.822.991	11.712	11.058	5.919	182.645	6.000	17-mar-00
Italy 5.75% Feb 2033	Activo	01-feb-33	98.559	0.172	21.698.163	12.519	11.816	5.949	208.988	5.750	18-mar-02
Italy 5.0% BTP Ago 2034	Activo	01-ago-34	89.855	0.149	27.367.751	13.371	12.628	5.884	239.064	5.000	24-sep-03
Italy 4.0% BTP Feb 2037	Activo	01-feb-37	76.911	0.120	27.129.900	14.780	13.968	5.812	293.522	4.000	19-oct-05
Italy 5.0% BTP Ago 2039	Activo	01-ago-39	88.118	0.149	23.473.416	14.515	13.700	5.951	297.401	5.000	23-oct-07
Italy 5.0% BTP Sep 2040	Benchmark	01-sep-40	87.800	2.228	25.622.204	14.374	13.565	5.963	301.859	5.000	16-sep-09

Fuente: JP Morgan, Banca D'Italia.

Gráfico Nº 1

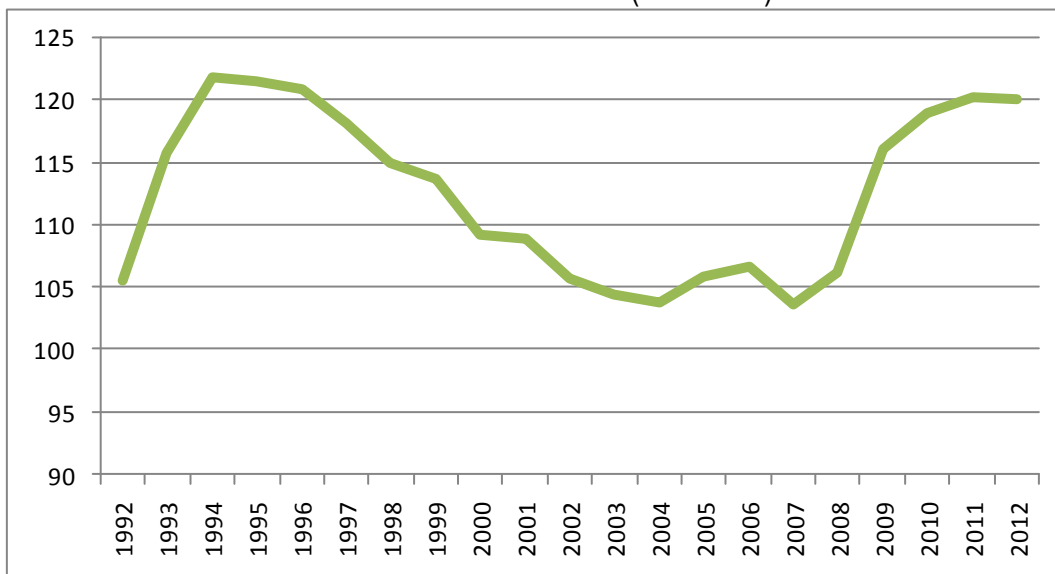
Deuda de Gobierno por Tipo de Gobierno Local (€Mill.)



Fuente: Banca D'Italia.

Gráfico Nº 2

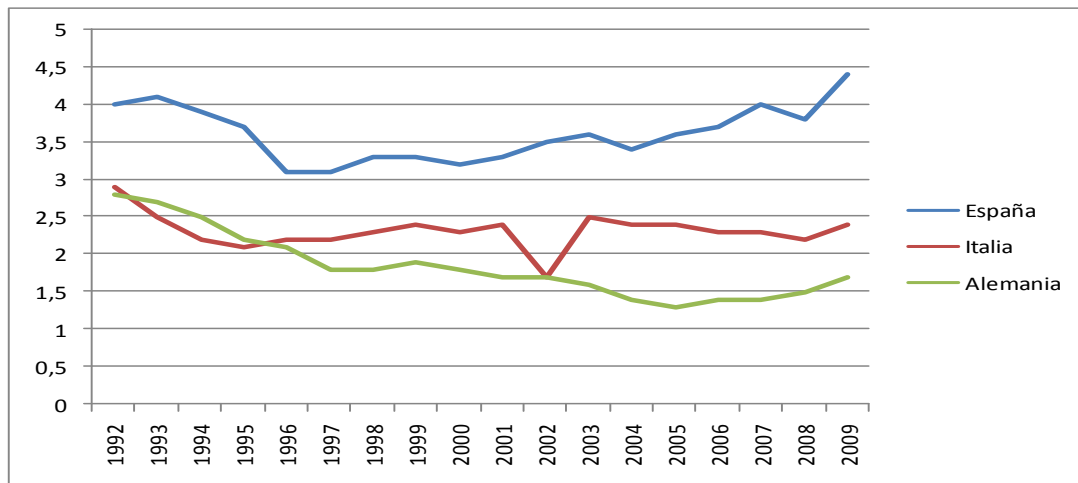
Deuda Bruta de Gobierno (% del PIB)



Fuente: Banca D'Italia.

Gráfico Nº 3

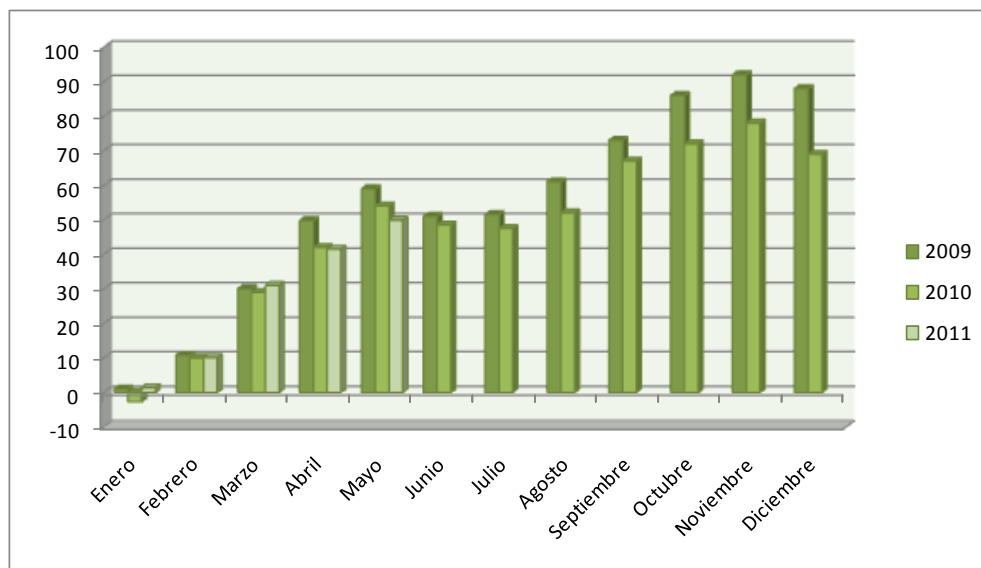
Inversión (% del PIB)



Fuente: Banca D'Italia.

Cuadro Nº 4

Requerimientos de Prestamos del Gobierno Neto de Ingresos Privados (€Mill.)



Fuente: Banca D'Italia.

Cuadro Nº 5

Indicadores de Estabilidad Financiera (% del PIB)

	Deuda Pública		Déficit Público		Deuda Privada 1º Trimestre 2010	
	2009	2012P	2009	2012P	Hogares	Firmas no financieras
Alemania	73,4	75,2	3	1,8	62,2	66,1
España	53,2	73	11,1	5,5	85,7	139,7
Francia	78,1	89,8	7,5	5,8	53,7	107,7
Grecia	126,8	156	15,4	7,6	52,4	70
Irlanda	65,5	114,3	14,4	9,1	118	210
Italia	116	119,9	5,3	3,5	44,3	83,8
Portugal	76,1	92,4	9,3	5,1	96,8	162,8
Zona Euro	79,2	88	6,3	3,9	65,4	102,9
Reino Unido	68,2	86,6	11,4	6,4	100,5	117,5
Estados Unidos	84,3	102,9	12,9	6,7	92	74,5
Japón	217,6	238,6	10,2	8,1	65,6	95,4

Fuente: European Comission, IMF, Banca D'Italia.