

# Italia: Fragilidad Financiera y Casi Estancamiento Económico

La economía italiana es una de las de menor dinamismo dentro del G7. Luego de un importante período de industrialización y desarrollo productivo de la mano de pequeños y medianos emprendedores, a partir de la década del 90 la economía comenzó a crecer más lento, a un promedio del 1,2%, debido a debilidades estructurales e institucionales que desincentivaron la innovación y promovieron la búsqueda de ganancias a través de los vínculos familiares, en lo que algunos autores han llamado “capitalismo de familiaridad” (*crony capitalism* en inglés). Lo anterior se ha traducido en un paulatino aumento del desempleo, sobre todo juvenil, alcanzando tasas de 11,3% en los últimos años. Al igual que el resto de las economías del sur de Europa (España, Portugal, Grecia), los impactos de la crisis financiera del 2007 fueron especialmente fuertes, por la importante exposición ante acreedores externos y la falta de robustez institucional.

**Las perspectivas económicas y financieras de Italia son delicadas en el corto plazo y mediocres en el largo plazo, debido a la insuficiencia de las reformas que se están implementando para mejorar la productividad en los mercados financieros y laborales.**

El año pasado, adicionalmente, Italia fue el país con mayor flujo de inmigrantes desde el Medio Oriente, y el rostro de lo más duro de la crisis migratoria europea, con costas sobrepobladas de frágiles embarcaciones rebosantes de desplazados de la guerra civil en Siria e Irak. Sumado a la problemática social que generó el fenómeno de la migración, este año se agregó la debilidad estructural de la banca italiana, que ha amenazado a afectar los mercados financieros globales luego del Brexit.

## **Evolución Económica**

Italia fue incluida dentro del grupo de países problemáticos de la UE, luego de la crisis financiera del 2007, los llamados “PIGS” (Portugal, Italia, Grecia, España) por las debilidades estructurales de su economía y la irresponsabilidad fiscal, condiciones que proyectaban una difícil salida de la recesión y un impacto más profundo de la crisis. En ese escenario, el crecimiento del PIB italiano se vio fuertemente afectado, contrayéndose un 5,5% el año 2009. Tras dos años de crecimiento bajo, el 2011 volvió a contraerse con

menor fuerza, registrando una caída de 2,85% en 2012 y -1,75% en 2013. Desde 2015 el escenario es más bien mediocre, con un crecimiento de 0,6% el año pasado y una proyección de 1% y 1,3% los próximos 2016 y 2017, empujado por mejores cifras de inversión y un leve aumento en la demanda interna.

Los componentes de PIB han mostrado una tendencia similar a las cifras de éste. La inversión bruta cayó bruscamente en 2009 y 2012, con una destrucción de capital de 9,9% y 6,7% respectivamente. Del 2015 en adelante mejoraron las cifras negativas, y se espera que este año la inversión bruta crezca un 2,7% y el próximo año un 3,69%. El consumo privado se ha mantenido como el componente menos volátil, aunque tendencialmente similar al de la inversión bruta. En 2012 tuvo su contracción más profunda, con una caída del 4%, y una recuperación a partir de esa fecha. En 2015 el consumo mejoró también las cifras negativas, pero con un crecimiento que no supera el 1,5% anual. Para este año se estima que crecerá un 1,13% y el 2017 un 1,3%. Por último, la demanda interna tuvo un comportamiento más volátil que el consumo privado, pero estabilizándose desde 2012 en adelante. El año pasado creció un 1%, y en 2016 debería aumentar un 1,2%, levemente menor al 1,4% proyectado para el 2017.

La inversión como porcentaje del PIB exhibió una caída sostenida desde el 2007 en adelante, en concordancia con lo que muestra la tendencia de la inversión bruta analizada en el párrafo anterior. En 2007 la inversión como porcentaje del PIB alcanzó un 21,7%, y cayó a su menor nivel en 2013, cuando se ubicó en un magro 16,1% del PIB. La lenta recuperación de los últimos 3 años hace pensar a los analistas que en 2016 se debería alcanzar un 17,3% del PIB y en 2017 un 17,7%, lo cual está sujeto a la respuesta que den las autoridades locales y europeas ante los desafíos del sistema financiero, luego del Brexit.

Al igual que en los otros países de la Zona Euro, el Banco Central Europeo define la política monetaria del Banco de Italia, por lo que su actuar es absolutamente dependiente. La tasa de política monetaria de Europa se mantuvo en 0,05% desde marzo del 2009, cuando se produjo el último ajuste de tasas luego de una meteórica caída, impulsada por la necesidad de inyectar liquidez en los mercados financieros en la crisis del 2008, siguiendo el enfoque de Monetary Easing para reactivar la economía a través de la política monetaria. Esta situación cambió en marzo de 2016, cuando la tasa bajó a 0%, ante la postergación de alzas en la FED. Algunos analistas estiman que el BCE no subirá las tasas mientras Estados Unidos no defina cómo avanzará en el rally alcista postergado, ya que una subida provocaría un flujo de fondos especulativos que desestabilizaría el mercado financiero. La subida de tasas de la FED se proyecta con alguna probabilidad, para diciembre de este año, o más adelante.

Pese a contar con una moneda común, la inflación es un tópico contingente en cada país del bloque euro. En el caso de Italia, entre julio de 2009 y julio de 2012 se vivió un rally alcista similar al experimentado por la nación durante los días más duros de la crisis financiera. Pese a ello, la inflación ha sido altamente volátil en la última década. En 2012 el promedio de inflación mensual fue de 3%, mientras que en 2014 de apenas 1,2%. En lo que va del 2016, se ha evidenciado una deflación que lleva casi 5 meses, con una depreciación de la canasta básica de 0,3% mensual, y un acumulado de casi 2%. Autoridades locales han manifestado su preocupación ante este escenario, debido a la impotencia frente al gigantesco estímulo financiero que parece no tener efecto sobre la economía italiana, por obstáculos estructurales e institucionales.

El euro ha tenido un comportamiento de debilitamiento frente al dólar en los últimos meses. El promedio del tipo de cambio euro/dólar en la última década es de 0,75 € / USD. Durante el 2015 el promedio de paridad fue de 0,9 € / USD. Esta depreciación se debe principalmente a dos factores: al fortalecimiento de la economía norteamericana y la eventual alza de las tasas de interés por parte de la FED y a la política de expansión monetaria del BCE. Sumado a lo anterior, la incertidumbre que ha introducido el Brexit en los mercados financieros es importante, y si bien ha afectado principalmente el valor de la libra esterlina frente al dólar y al euro, lo cierto es que la exposición de algunos mercados, como el italiano, a los riesgos que podría conllevar una corrida o un debilitamiento en las ya opacas cifras de crecimiento de los países del sur de Europa, ha significado una nueva pérdida de valor de la moneda común, que en lo que va de julio se ha transado a un promedio de 0,91 Euros / Dólar, el valor más bajo desde enero de 2016, luego de la subida de tasas de la FED.

La balanza comercial de Italia ha tenido vaivenes en la última década. Luego de un descenso importante en la actividad comercial desde 2008 en adelante, que se manifestó fuertemente en el valor de las exportaciones, la balanza comercial continuó deficitaria hasta el 2012. A partir de ese año ha mostrado valores superavitarios, destacando el año 2014, cuando el superávit estuvo por sobre los US\$ 60 mil millones. El año pasado descendió levemente a los US\$ 53 mil millones, y se espera que el 2016 y 2017 se sitúe en torno a los US\$ 48 mil millones, con un aumento ligeramente superior de las importaciones (3,2% respecto al 2015) que de las exportaciones (2,1% respecto al 2015), lo que explicaría la caída del superávit.

Al igual que el resto de los países del sur de Europa (los PIGS), Italia enfrenta una situación de considerable desempleo. El desempleo promedio antes del 2009 rondaba el 6,3%, con cifras en torno al 11% para los de menos de 30 años. Escenario parecido al del resto de las economías de la UE. A partir de la crisis de 2007, y los impactos que trajo en la economía real, el desempleo escaló rápidamente, sobre todo en 2012, alcanzando cifras de dos dígitos, y superando el 25% para los menores de 30 años. Durante el 2014 el desempleo

promedio mensual fue de 12,8%, y tocó techo en noviembre del mismo año, con un 13,1%. A partir de ese mes la cifra se moderó y durante el 2016 el promedio es de 11,5%.

En términos de deuda pública, la situación de Italia es crítica. Junto con Grecia, ha sido señalado como el más riesgoso de los bonistas europeos. La deuda como porcentaje del PIB pasó de un 98% en 2007 a un 132% en 2015, con una calificación de riesgo soberano bastante comprometedor, que se ha mantenido estable gracias a los esfuerzos del Primer Ministro italiano por manejar y reducir el déficit estructural del gobierno, el cual ha bajado de un -4,26% en 2009 a un -0,8% en 2015. Se espera que las cifras cercanas al equilibrio estructural se mantengan, lo que ha sido un requisito impuesto por otros socios europeos que concentran parte importante de los acreedores del gobierno.

### **Incertidumbre e inestabilidad golpean a los bancos italianos luego del Brexit**

Transcurrido un mes del referendo en el Reino Unido, que gatilló el Brexit, la opinión de los analistas y expertos aún no está clara del todo. Las consecuencias que pueda significar la salida del bloque UE de Inglaterra son complejas y tremendamente dinámicas, por lo que los mercados han reaccionado más lento de lo esperado, pero con señales negativas. Los anuncios de algunos fondos de inversión de bloquear la salida de capitales desde el Reino Unido, junto con la caída abrupta de precios en el mercado inmobiliario de Londres durante la última semana, son señales de que no existe suficiente claridad ante las consecuencias que pueda traer el Brexit, lo cual genera incertidumbre.

El efecto inmediato y más lógico del escenario de incertidumbre es la aversión al riesgo generalizada, que se manifestó inicialmente en la caída transversal de los índices accionarios europeos. Este impacto ha sido particularmente profundo en la banca italiana, debido a la mala reputación que tiene por la acumulación de la industria bancaria de US\$ 360.000 millones de créditos deteriorados, o excesivamente riesgosos, equivalentes a 1/5 del PIB. Junto con ello, la tasa de provisiones de la industria financiera italiana estaba evaluándose, justamente antes del Brexit, por lo que tampoco existía seguridad que cumpliera con estándares rigurosos. Las provisiones cubren el 45% del monto antes señalado en este párrafo.

La combinación entre alta exposición a créditos deteriorados y baja provisión se ha traducido en una migración y venta masiva de acciones y bonos bancarios, que han caído 50% desde abril. El banco "Monte dei Paschi di Siena", el tercero más importante de Italia, tiene un valor de un décimo de su valor de libros, y puede no ser capaz de cumplir el "stress test" del Banco Central Europeo, este mes.

Sumado a lo anterior, la entrega de garantías estatales que cubren los préstamos es excesivamente lento, lo que desincentiva la compra por parte de fondos de inversión

extranjeros de paquetes crediticios riesgosos. Junto con ello, los tribunales italianos funcionan con un ritmo y cultura que le impide al Gobierno ejecutar algunas garantías de forma más ágil, lo que contribuye a asfixiar el sistema e inhibir la liquidez.

Todo esto sucede mientras el Primer Ministro de Italia, Matteo Renzi, avanza en tratativas para rescatar el sistema financiero de su país. En un principio trató de poner paños fríos a la situación, homologando lo que pasaba en Italia con lo que vivió el Deutsche Bank durante el primer semestre, y que significó una inyección de 247.000 millones de euros a la banca alemana en general desde el Gobierno Federal germano. Esa misma semana el Ministro de Economía de Italia, Piere Carlo Padoan, declaró en Bruselas respecto a la voluntad del gobierno de intervenir los bancos, ya sea a través de la capitalización para amortiguar la paridad de los créditos morosos, o a través de una legislación que fusione instituciones. Las autoridades de la Comisión Europea se oponen a esta solución de intervención del Estado y aumento de la carga al contribuyente. El principio de “bail in” de la Unión Europea indica que primero deben pagar los tenedores de acciones y bonos de los bancos. El problema financiero de la banca italiana es muy grave y tiene una arista política muy compleja. Angela Merkel ha advertido al primer ministro Renzo que “no es posible cambiar las normas cada dos años”.

El FMI y el BCE estiman que sobre el 13% de los créditos del sistema financiero italiano son incobrables, principalmente debido a la postergación de reformas estructurales al mercado financiero, que permitieran prevenir un escenario de tan alta exposición, o al menos provisionar de forma que el descalabro no fuese tan complejo de manejar.

El primer ministro Renzi no sólo tiene el gran desafío de una eventual crisis bancaria, sino también el referéndum para la reforma constitucional y del crecimiento del movimiento político Cinco Estrellas, contrario a la moneda única (euro) y a la Unión Europea.

### **Ranking de Competitividad y Riesgo Soberano**

El Ranking Mundial de Competitividad confeccionado por WEF, ubica a Italia en el puesto nº43, de los 148 países que son considerados. Esto implica una subida de siete puestos en relación al ranking anterior. En cuanto al índice de Requerimientos Básicos del mismo informe, se ubica en la posición número 53, siendo su peor calificación de los tres índices. Las debilidades más importantes se ubican en los pilares de instituciones (puesto 106º) y de infraestructura, con el puesto 111º. Esto contrasta con las buenas posiciones del país en términos de educación y salud pública, por una parte, y de ambiente macroeconómico, ambos con el puesto 26. El pilar de ambiente macro ha mostrado una mejora notable en los últimos 4 años, debido a las importantes medidas de responsabilidad fiscal y promoción de la productividad. En el Índice de Productividad, las deficiencias más marcadas están en los mercados laborales y financieros, debido a los importantes

controles desde el Estado y regulación anacrónica. Por otro lado, en desarrollo tecnológico Italia ostenta el puesto número 37 y en tamaño de mercado el puesto número 12 del ranking.

En término de calificación de riesgo, la agencia S&P calificó con un BBB- a Italia, con perspectiva estable. Moody's por su parte, entregó una calificación de Baa2, mientras que Fitch's evaluó la situación dando una nota de BBB+. Las tres agencias coinciden en que la debilidad del mercado financiero y la alta tasa de deuda como porcentaje del PIB son factores críticos para las calificaciones entregadas.

La fundación Heritage, en su Ranking de Libertad Económica 2016 ubica a Italia en el puesto número 86° a nivel mundial y en el puesto 36 a nivel regional, siendo el de peor calificación de las economías robustas de Europa. La situación italiana refleja un leve ascenso luego de una permanente caída a partir del año 2012, cuando la expansión fiscal como herramienta de recuperación económica significó un aumento importante en el volumen del estado en diversos espacios de la economía. El año 2014, con la aprobación de la reforma laboral, se terminaron algunas ineficiencias vinculadas a la contratación y despidos. Por otro lado, el mercado financiero está tremendamente atomizado y la presencia de cooperativas bancarias sin un modelo de gestión claro dificulta la rendición de cuentas y transparencia de las instituciones lo cual fue enfrentado con la aprobación de una ley que las obliga a constituirse como sociedad anónima con acciones en el mediano plazo. Según la Fundación Heritage, los desafíos más importantes están en la corrupción institucionalizada a nivel público y privado, la irresponsabilidad del manejo de los recursos fiscales, y la aún persistente rigidez y falta de libertad en el mercado laboral.

### **Crisis migratoria sigue sin una respuesta clara de las autoridades europeas**

FRONTEX, la agencia multilateral encargada del control de las fronteras exteriores de la Unión Europea, informó que Italia se ha consolidado como el país con mayor flujo de inmigrantes ilegales, debido al aumento de refugiados que cruzan el mar mediterráneo desde las costas de Libia y Egipto, mientras que la entrada por los Balcanes y las islas griegas ha disminuido de forma importante.

Según datos entregados por la oficina, sólo en mayo ingresaron 19.000 inmigrantes ilegales a las costas italianas, y se estima que podría ser incluso el doble considerando a quienes no fueron detectados. Esto significa un aumento del 100% en relación a los llegados en abril. Por otro lado, los arribos en los Balcanes y las islas griegas totalizan cerca de 10.000 personas en el mismo mes.

Tanto las autoridades italianas como los encargados de la oficina de control fronterizo han señalado que, pese a las declaraciones de los Estados miembros de la UE por controlar la

situación, no cuentan con los recursos para controlar y fiscalizar las fronteras, ni tampoco para resolver las precarias situaciones humanitarias en las que acceden los inmigrantes, principalmente libios, sirios y afganos.

El esfuerzo del gobierno italiano por establecer un estándar humanitario en el control de la migración se ha manifestado en las últimas semanas. El día 5 de julio de este año, las autoridades marítimas de Italia señalaron que sólo en ese día rescataron a 4.500 migrantes que habían naufragado en el mediterráneo, producto de condiciones climáticas adversas y precariedad de los barcos en los que cruzaron.

La Organización Internacional de Migrantes, OIM, vinculada a la ONU, ha señalado que el principal motor de la migración desde el Medio Oriente y el norte de África es la inestabilidad política y la proliferación de conflictos de persecución racial, étnica y religiosa, más allá de las perspectivas de mejor futuro económico y laboral que puedan tener los migrantes en Europa.

### **Relación con Chile**

La relación bilateral entre Italia y Chile se rige por el marco del Acuerdo de Asociación que existe entre Chile y la Unión Europea, el cual abarca otros aspectos más allá del libre comercio, y tiene que ver con colaboración mutua en aspectos de cultura y educación.

La inversión recíproca entre ambos países es de las más altas que tiene Chile con el bloque europeo, junto con España y Bélgica. El año 2015 se contabilizó una inversión acumulada de Italia en Chile por un total de US\$ 1965 millones, principalmente en los sectores de infraestructura y electricidad; y US\$ 76 millones de inversión chilena en Italia.


Las exportaciones de Chile hacia Italia tuvieron su auge el año 2007, alcanzando un volumen de US\$ \$3.500 millones. A partir de la crisis subprime las exportaciones hacia ese país han presentado un constante descenso, que se manifestó con mucha fuerza en 2008, con apenas US\$ 1.407 millones. Luego de una leve recuperación durante el superciclo de los *commodities*, el año 2015 las exportaciones anotaron su menor valor en la década con US\$ 1.101 millones. Por el lado de las importaciones, éstas se han mantenido estables, con crecimientos del 9% anual promedio, aunque el 2015 se evidenció un descenso del 9%, alcanzando un valor de USD \$ 1158,2 millones. Los principales productos que Chile exporta hacia Italia son cátodos y secciones de cátodos de cobre refinado, por US\$ 652 millones, derivados de la celulosa y almendras. Por otro lado, las importaciones más significativas desde Italia son turbinas a vapor, motores y generadores eléctricos y maquinaria para la industria frutícola.

En conclusión, las perspectivas económicas y financieras de Italia son delicadas en el corto plazo y mediocres en el largo plazo, debido a la insuficiencia de las reformas que se están implementando para mejorar la productividad en los mercados financieros y laborales. Las reformas al sistema financiero también han sido tardías y profundamente resistidas por las cooperativas bancarias, lo que ha significado una sobreexposición a créditos de alto riesgo. Este fenómeno se ha traducido en una debilidad estructural del sistema financiero, cuyas instituciones más importantes se encuentran hoy muy frágiles y necesitadas de capital que les permita solventar los compromisos de corto y mediano plazo. Los esfuerzos de Primer Ministro Mateo Renzi por avanzar con medidas de estabilidad financiera y responsabilidad fiscal, además de intentar fortalecer la competitividad y productividad del país, han significado una cierta mejora en la confianza de sus socios europeos e inversionistas extranjeros, pero su consolidación requerirá de valor por apostar capital político ante las presiones de los grupos de poder, gremios y sindicatos locales.



Cuadro Nº 1

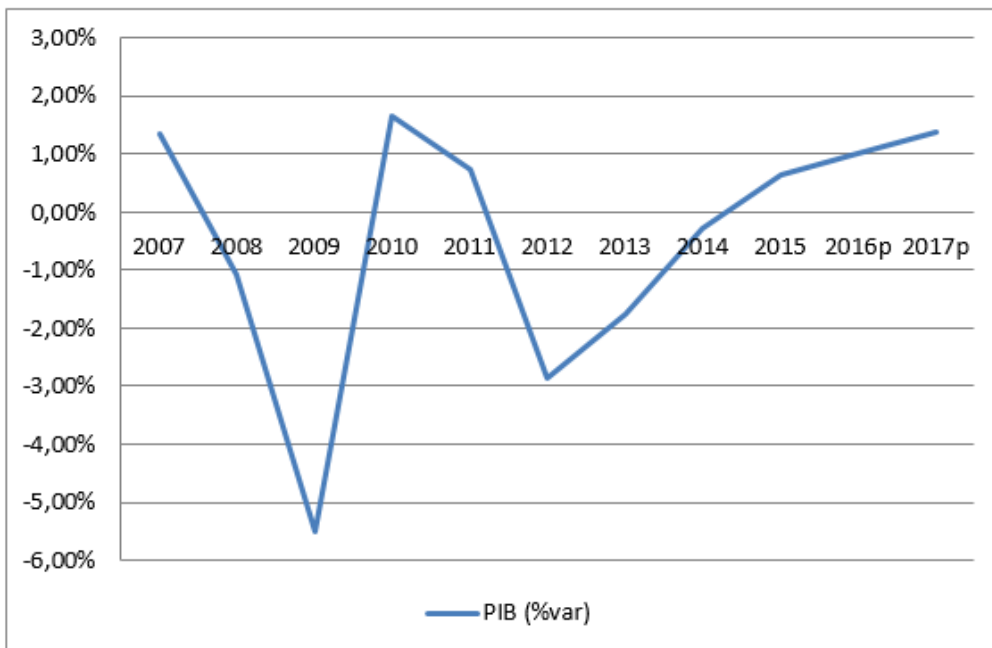
## Indicadores Económicos

 Italia	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016p	2017p
PIB Real (var %)	1,7	0,7	-2,9	-1,8	-0,3	0,6	1,0	1,4
Demanda Interna (var %)	1,9	-0,5	-5,7	-2,6	-0,3	1,0	1,2	1,4
Consumo Privado (var %)	1,2	0,0	-4,0	-2,4	0,6	0,9	1,3	1,3
Inversión (var %)	-0,6	-1,7	-9,4	-6,6	-3,3	0,6	2,7	3,7
Balanza Comercial (bill US\$)	-42,4	-16,6	42,8	59,8	60,7	54,0	49,2	48,1
Exportaciones (bill US\$)	532,9	565,5	576,8	581,8	598,5	623,0	636,3	660,7
Importaciones (bill US\$)	575,3	582,2	534,0	522,0	537,8	569,1	587,1	612,6
Cuenta Corriente (% del PIB)	-3,5	-3,1	-0,4	0,9	1,8	2,2	2,1	2,2
Inflación (%DIC/DIC)	1,5%	2,8%	3,0%	1,2%	0,2%	0,1%	-0,3%	1,2%
Deuda Pública Bruta (% del PIB)	112,6	115,5	116,5	123,3	129,0	132,4	132,8	132,8
Balance Fiscal (% del PIB)	-4,8	-6,9	-1,6	-0,6	-1,3	-0,8	-1,3	-0,8

Fuente: OECD; Eurostat, Banco de Italia, FMI

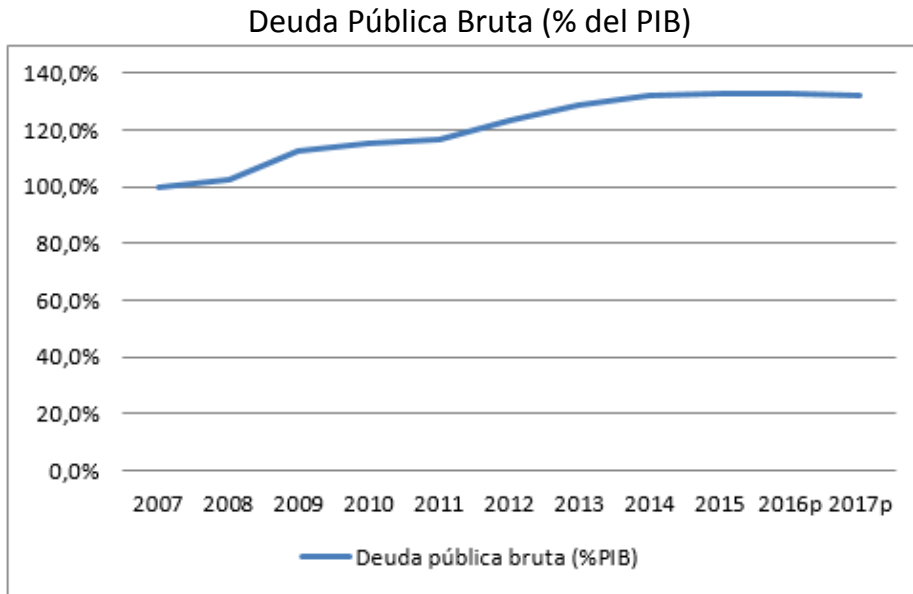
Gráfico Nº 1

## Crecimiento del PIB Real (var %)



Fuente: Eurostats

Gráfico Nº 2



Fuente: Eurostat

Gráfico Nº 3



Fuente: Banco Central Europeo

Cuadro Nº 2

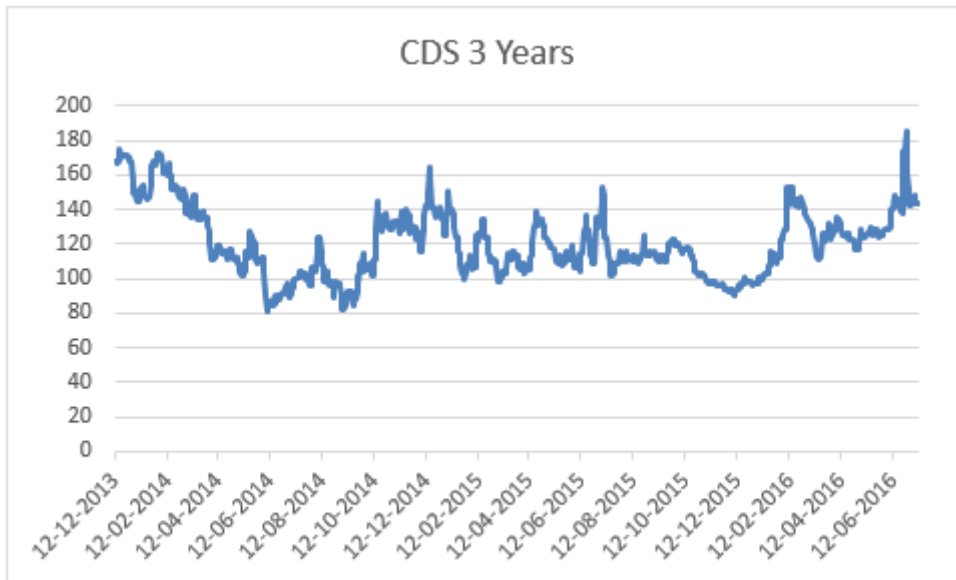
Clasificaciones de Riesgo Soberano

Moody's	S&P	Fitch
Baa2	BBB-	BBB+

Fuente: Moody's, Standard & Poor's y Fitch

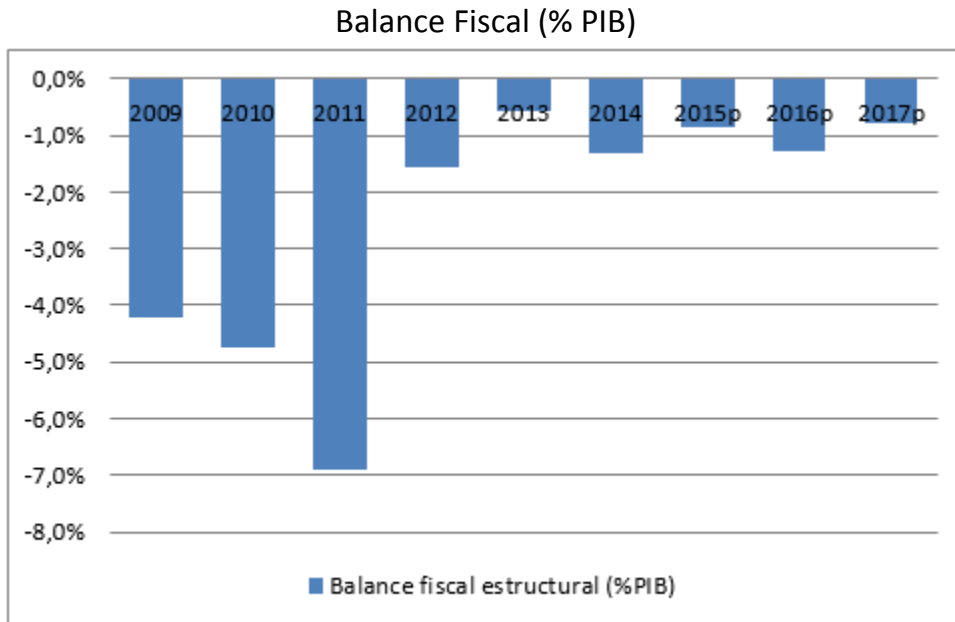
Gráfico Nº 4

CDS 3 años



Fuente: Bloomberg

Gráfico Nº 5



Fuente: FMI, Banco de Italia

Gráfico Nº 6



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas

Gráfico Nº 7

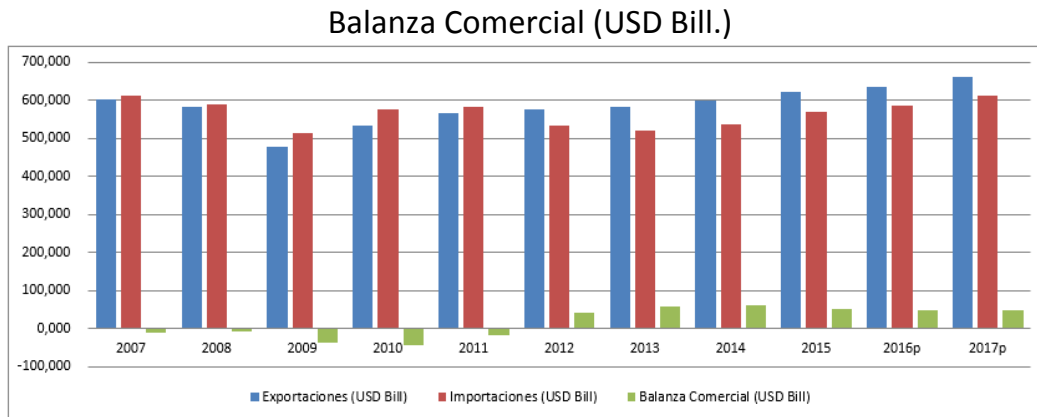


Gráfico Nº 8

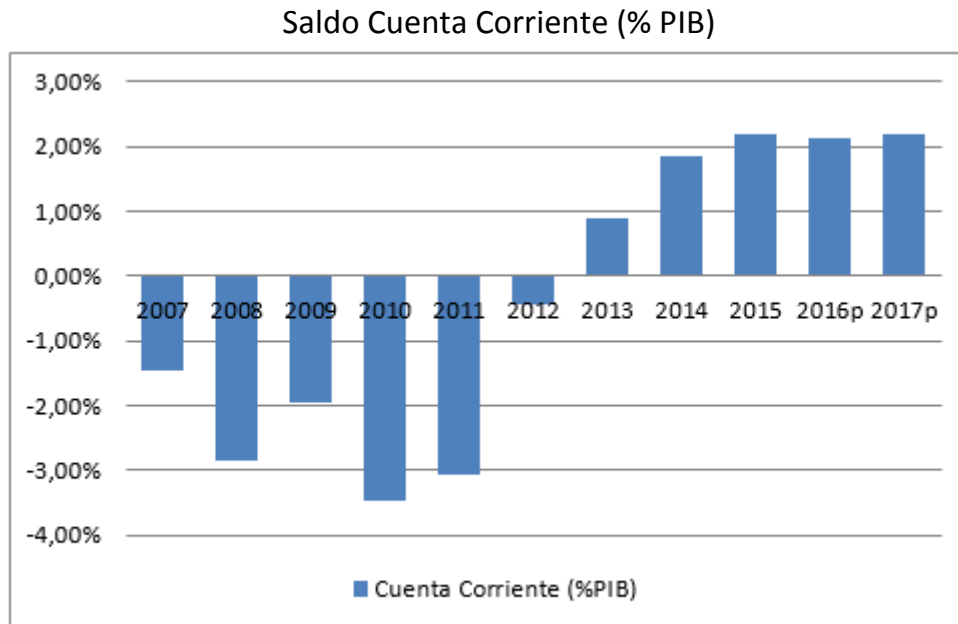
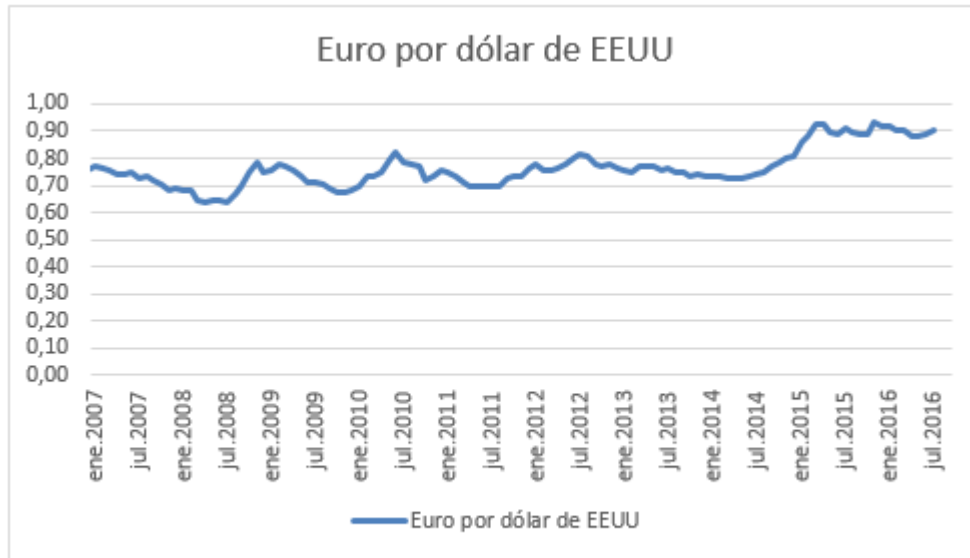
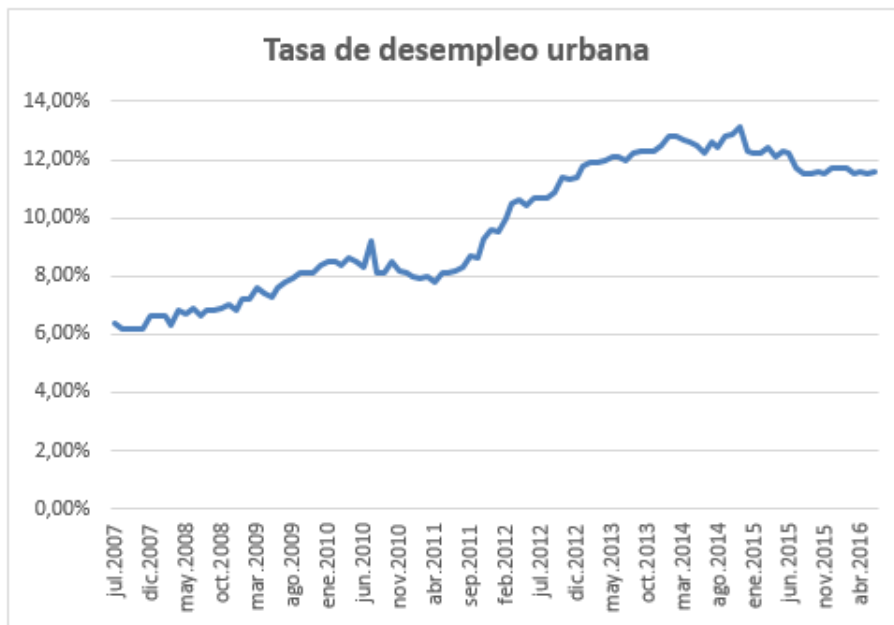


Gráfico Nº 9



Fuente: Banco Central de Chile

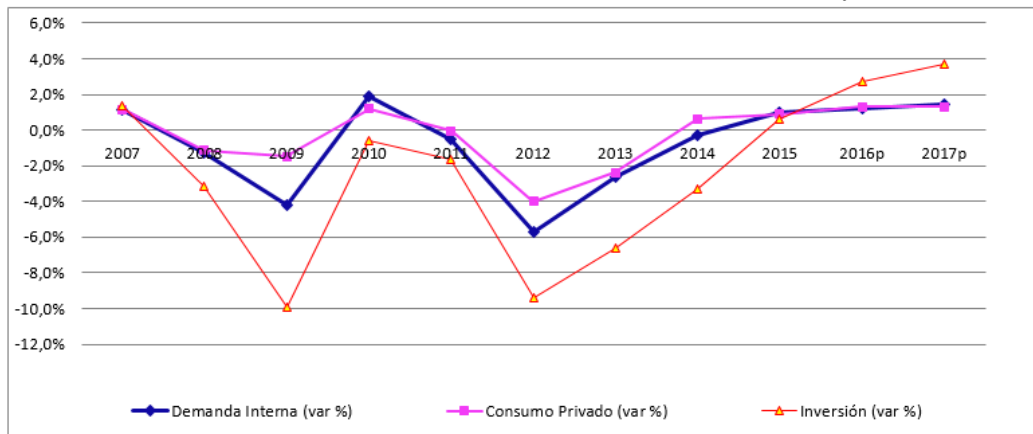
Gráfico Nº 10



Fuente: FMI, Eurostats

Gráfico Nº 11

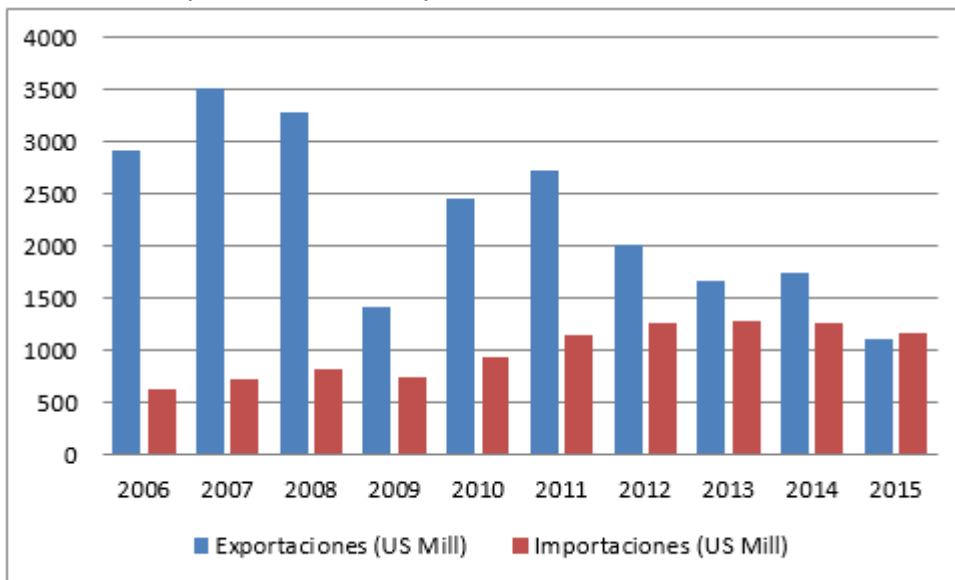
## Evolución de la Demanda Interna, el Consumo Privado y la Inversión



Fuente: Eurostats, OECD

Gráfico Nº 12

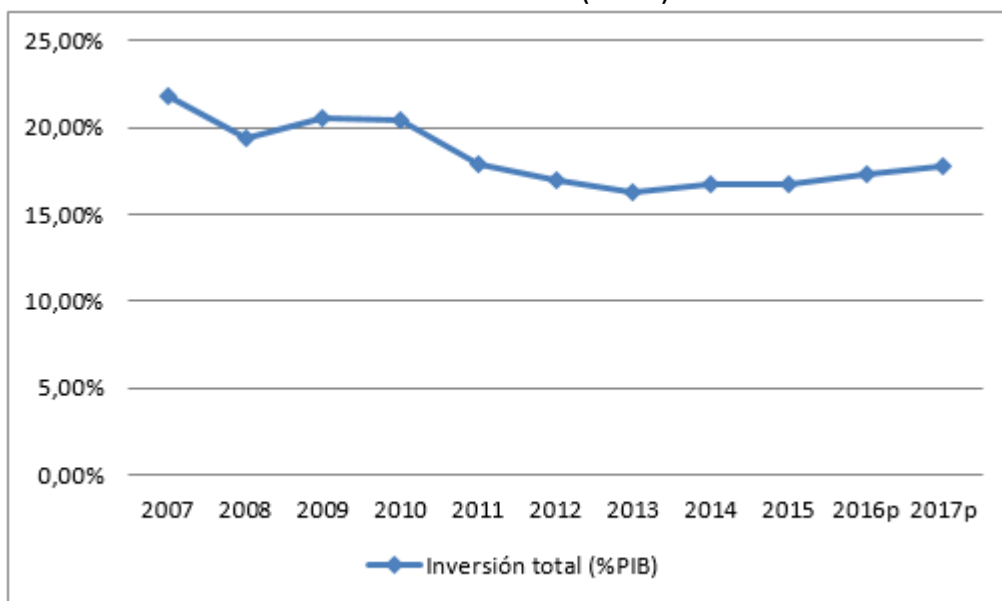
## Exportaciones e Importaciones de Chile a Italia



Fuente: Indicadores de Comercio Exterior del Banco Central de Chile

Gráfico Nº 13

## Inversión Bruta (%PIB)



Fuente: FMI; OECD