

De: Kay Winkler; E-8-98387

Fecha: 06/03/10

La macroeconomía de Italia del 2009 para la inversión en bonos en el 2010

El presente texto cubrirá los aspectos de la macroeconomía de Italia, brindando al lector una guía para la toma de decisiones sobre inversiones en bonos de este país.

En este contexto se resumirán en una primera sección los elementos del producto interno bruto (PIB - como indicador del crecimiento económico, incluyendo a las importaciones y exportaciones), la inflación (como indicador del poder adquisitivo del Euro en Italia), el empleo nacional, la deuda externa y pública.

Una segunda parte del presente documento analizará el mercado de los bonos en Italia como respuesta del país frente su realidad macroeconómica. Se tomarán en cuenta los diferentes tipos de bonos italianos, la inversión de los EEUU en los mismos como indicador del comportamiento mercado exterior hacia inversiones en Italia y la oferta de bonos italianos en el 2010. Como punto de una evaluación sobre una inversión en bonos italianos, se describirá el mecanismo SWAP, el cual ha causado fuertes impactos en la confiabilidad de los bonos de Italia frente la comunidad internacional.

La tercera parte del texto listará las políticas macroeconómicas más relevantes de Italia y señalará sus posibles efectos en la situación actual macroeconómica y con esto sobre la viabilidad en inversiones de bonos del país.

Se finalizará con una recomendación ejecutiva sobre dichas inversiones en Italia desde el punto de vista de la situación macroeconómica del 2009 y la oferta de bonos en el 2010.

Parte I – La situación de la macroeconomía en el 2009

El producto interno bruto (PIB) - comparación al 2008 y en precios del año base 2000

El PIB de Italia en el 2009 ha crecido levemente por 3 trimestres consecutivos, indicando su recuperación de la depresión causada por la crisis económica-financiera mundial, la cual impactó a la economía de Italia por 5 cuartales consecutivos¹. El PIB anual del 2009 sin embargo, decreció por un 4.8%.

En contexto de la Unión Europea, Italia experimentó el último trimestre del 2009 un crecimiento del 0.6% y con esto un crecimiento del 0.2% más fuerte que el promedio del resto de la región. Se pronostica que el PIB hasta el 2011 va a crecer al 1.6%

Los factores principales que han afectado al PIB en el 2009 son el crecimiento del desempleo al 8.5%, la reducción drástica de las exportaciones del país por el 19.9% y la ausencia de paquetes de estimulaciones económicas por el gobierno durante el año, dando continuidad al Pacto de Estabilidad Interna (Internal Stability Act - ISA). En el 2009 Italia aprobó un decreto de la inversión del estado en concepto de la estimulación económica que entrará en vigencia en el 2010 y se extenderá al 2011.

¹ Asociación Bancaria de Italia,

http://www.abieurope.eu/resources/editor/press%20releases/2010_%20press%20releases/AFO_%207%20january%202010.pdf; (22/02/2010)

El desglose del PIB en términos de la demanda de valor agregada² indica además una reducción de las importaciones 16.1%. Esta reducción es un resultado de la producción industrial, la generación de servicios y con esto las exportaciones reducidas. La demanda de valor agregado también reafirma el rol importante de los ahorros y el aumento de las tarifas para los servicios públicos, aplicados por el gobierno en relación del ISA durante del 2009. El gasto de consumo final del gobierno general se redujo se aumentó por solamente 0.5%.

A pesar de la reducción de las importaciones y el decrecimiento de la demanda interna, la drástica reducción las exportaciones se manifestaron un déficit EU 50 mil millones en el balance de pagos del 2009.

La inflación

La inflación de Italia ha sido del 0.7% (ICP – Index of Consumer Prices), decreciendo de una inflación en agosto del 2008 del 4.1% (ICP).

Como razones principales de esta tendencia (común en la UE en el 2009) se pueden mencionar el decrecimiento de precios de los productos de materia prima (considerando la alta dependencia de Italia de importaciones de “commodities energéticos”), la reducción en precios de alimentos durante el 2009 y la reducción de índices de precios para productos no relacionados a “commodities energéticos” o alimentos a nivel global.

La inflación baja contribuirá a la estabilización del consumo y la demanda domestica, teniendo a la vez un impacto negativo adicional a las exportaciones impactadas al mercado externo a la UE.

El empleo nacional

El valor agregado del mercado laboral a la economía (PIB) decreció fuertemente en el 2009 (-4.9%).

Este efecto se compone de la reducción de la productividad laboral, el aumento del costo laboral (aunque más lento que en el 2008) y el aumento del desempleo al 8.5% en el mismo periodo de tiempo, mientras que la población económicamente activa se mantuvo estable (leve reducción vs. el 2008).

El aumento del desempleo durante el 2009 provocó un impacto adicional al valor agregado a la economía Italiana por el programa de suplementos salariales gubernamental cuyo uso se aumentó en el Agosto del 2009 por 526% (YTD).

El sector más afectado en el mercado laboral ha sido el de la producción industrial y de la construcción.

Los efectos del aumento de tarifas en servicios en el sector público y la reducción de precios en el sector privado causaron una reducción de empleo en el sector de servicios en general (aunque más moderada que la reducción de empleos en el sector industrial).

Italia en consecuencia experimentó un aumento de empleos temporales, creciendo por 3.1% en comparación al año anterior.

2 Tremonti, Guilio; MEF de Italia; 22/09/09; “Forecast and Planning Report for 2010”

La deuda externa

Italia en el 2009 cuenta con una deuda externa del 120% del PIB y tenía en Septiembre del 2009 un monto total de EU 1, 853,986 millones (año base del 2002). En adición a las operaciones SWAP de Italia desde los años 90, la combinación de una concentración de la deuda externa creciente en Europa Central y un crecimiento de la deuda pública han provocado publicaciones (por ejemplo en BBC Finance) de las preocupaciones de inversionistas en bonos Italianos si el país está en capacidad de enfrentar sus obligaciones en los tiempos establecidos (“maturities”).

La deuda pública

La deuda pública en el 2009 ha sido del 115.1% del PIB. El programa de la consolidación de la deuda pública ha sido interrumpido por el efecto del clímax de la crisis económica-financiera mundial en el año 2008 y 2009 sobre la economía Italiana. Se espera una reducción lenta y gradual de la deuda pública del año 2013 en adelante (considerando la ausencia de cambios a la legislación actual).

En el endeudamiento neto se redujo en el 2009 por el 5.3% en comparación al año anterior (aumento de tarifas, políticas conservativas frente el desembolso de paquetes de estimulación económica).

Parte II – El mercado de los bonos italianos en el 2009³

Los tipos de los bonos

El departamento de tesorería de Italia ofrece los siguientes tipos de bonos:

- Buoni Ordinari del Tesoro (BOTS) – ciclo de vida hasta 1 año, ofrecidos 2 veces al mes.
- Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZS) – ciclo de vida de 2 años, ofrecidos 2 veces al mes, juntos con los BOTS.
- Buoni del Tesoro Polianuali (BTPS) – ciclo de vida de 16 años, prolongable 8.5 a 11 años, máximo hasta 30 años.
- BTP Indicizzato all'Inflazione – ciclo de vida de 1 año, vinculados a la tasa de inflación.
- Certificati di Credito del Tesoro (CCTS) – ciclo de vida de 7 años, intereses variables.

- Las ventajas de los BOTS
 - Tienen un ciclo de vida corto y una alta facilidad de manejo.
- Las observaciones acerca de los BOTS son
 - Se pagan comisiones de gestión (con límites máximos regulados).
 - Los intereses son más bajos en comparaciones a otros instrumentos de más alto riesgo y ciclo de vida más largo.
 - Requieren (para obtener beneficios tangibles) re-inversiones frecuentes.
- Las ventajas de los CTZS
 - Tienen un ciclo de vida intermedio.
 - Igual de fáciles de manejar como los BOTS.

³ Cannata, Maria, Departamento de Tesorería; 08/05/03;

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_publico/presentazioni_studi_relazioni/Forum-PA-2003-ENGLISH_why-buy-bonds.pdf (23/02/10)

- No aplican comisiones de gestión.
- Las observaciones acerca de los CTZS son:
 - Existe una sola duración de vencimiento – 2 años.
- Las ventajas de los BTPS
 - Ganancia “Semi-anual” garantizada.
 - Variedad de elección – vencimientos de 3 a 30 años.
 - No aplican comisiones de gestión.
- Las observaciones acerca de los BTPS son:
 - Duración es de mediano/largo plazo.
 - Intereses son fijas, dependiendo del ciclo de vida.
 - En caso de la venta antes del vencimiento se puede incurrir en una pérdida.
- Las ventajas de los CCTS son:
 - Tasas flotantes/variables calculadas en base de BOTS con un ciclo de vida de 6 meses.
 - Típicamente comercializado masivamente en el mercado, incrementando la posibilidad de venta del bono (antes del vencimiento).
 - No aplican comisiones de gestión.
- Las observaciones acerca de los CCTS son:
 - La tasa de interés derivada de la venta de bonos BOTS a 6 meses no es constante/fija.

El mercado secundario de los bonos en Italia – SWAPS

Katherine Griffiths de “UK Telegraph” reporta el 04/01/09 que Italia enfrenta dificultades de pagos de bonos vencidos por un valor de EU 35 billones.⁴

Como contexto de esta situación Griffiths explica que el gobierno Italiano, igual que una variedad de otros gobiernos europeos (ejemplo: Grecia), en necesidad de financiamiento estructural (en parte en relación a la preparación para la participación en la UE), ofreció de forma masiva bonos gubernamentales en los años 90.

Para evitar el crecimiento exponencial de la deuda gubernamental, se requería que los municipios aparten parte de las inversiones en bonos recibidas en un fondo especial, permitiendo poder enfrentar la deuda al vencimiento de los bonos (sinking fund).

El manejo del “sinking fund” se traspasó a bancos de inversión como Deutsche Bank y UBS. Los bancos inversionistas ofrecieron pagos de intereses variables para la compra del “sinking fund” (vs. tasa fija a pagar a los inversionistas de los bonos) y en adición cobraban una comisión por la gestión de fondo. El plan de inversión por estos bancos inicial ha sido la re-inversión del “sinking fund” en bonos gubernamentales de Italia. Sin embargo la inversión se diversificó en bonos gubernamentales de diferentes países de Europa (mientras que fuesen AAA, entre otros en bonos grecos).

Con la crisis financiera-económica este esquema provocó múltiples impactos al gobierno italiano (y a su vez al gobierno greco):

- Los pagos las comisiones de gestión a los bancos inversionista.

⁴ Griffiths, Katherine; UK Telegraph; 04/01/09;
<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/4110163/Italian-bond-scandal-could-ensnare-banks.html> (23/02/10)

- La absorción de la pérdida surgiendo de las inversiones “sinking fund” por los bancos inversionistas.
- Los pagos de los bonos y sus intereses a los inversionistas originales al vencimiento de los mismos.

Las autoridades gubernamentales ahora reclaman actividades fraudulentas contra los bancos inversionistas, mientras las comisiones europeas reclaman la obstrucción de las deudas reales contra el gobierno italiano (y a su vez contra el gobierno greco).

Nota: Los SWAPS también están siendo realizados a través de inversiones FOREX.

La situación actual de los bonos italianos

El endeudamiento de Italia ha llegado a los niveles más altos desde la era de la Lira, causando una fuga de inversionistas de los bonos gubernamentales de Italia y está haciendo dudar si Italia pueda enfrentar sus obligaciones en los próximos años (sin la ayuda externa).

La diferencia de intereses para bonos con vencimiento a 10 años entre Alemania e Italia alcanzó en el 2008 un total de 108 puntos.

A la vez Italia enfrentó en el 2009 solamente pagos en bonos a realizar de EU 198 billones. El riesgo de un impacto de un no cumplimiento eventual del país frente su deuda se contraría en Europa Central, donde el grupo bancario italiano Unicredit cuenta (2008) con una exposición crediticia a raíz de bonos gubernamentales de EU 130 billones.

El siguiente cuadro muestra el comportamiento de los EEUU como inversionista más grande en bonos Italianos fuera de la UE:

Gráfica 1: Las inversiones de los EEUU en bonos italianos desde el 2000 hasta el 2008 (Nominal, en USD billones, del 2009). Creado por Kay Winkler, Excel. Data de origen: La reserva federal de los EEUU⁵.

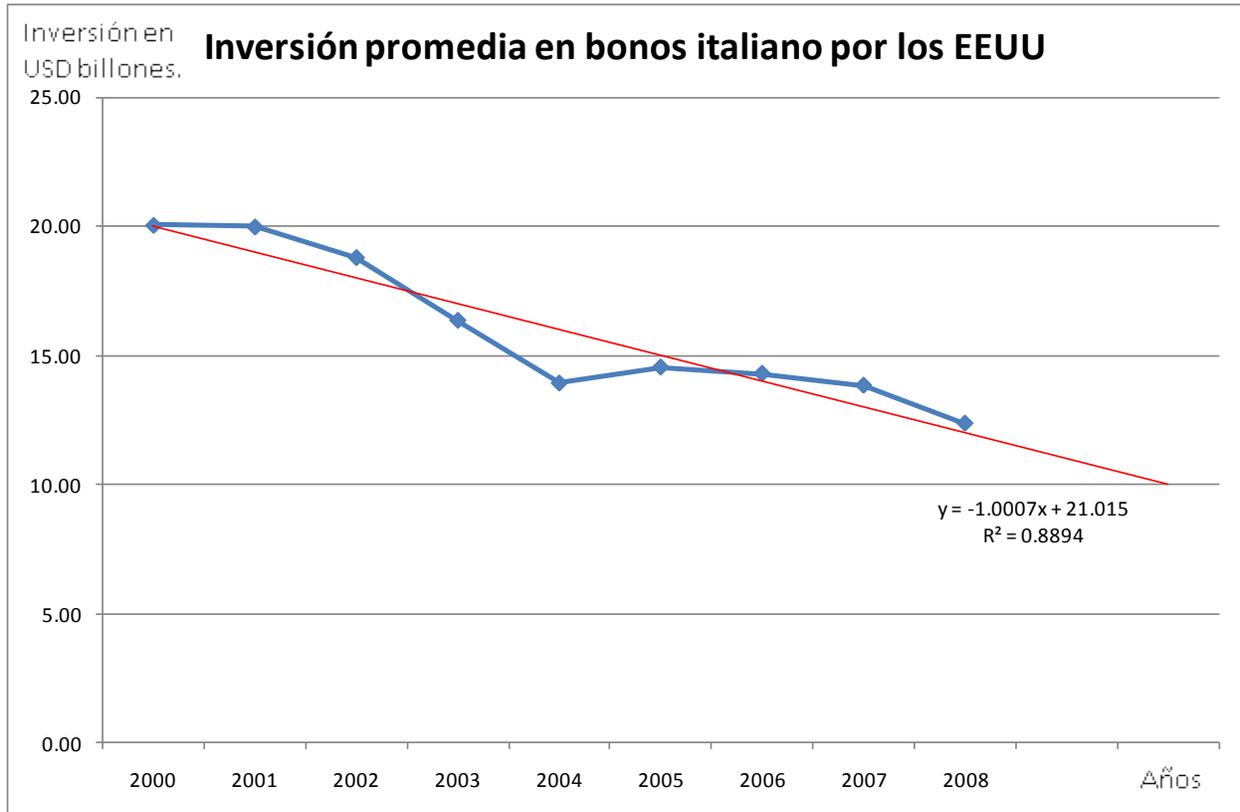
	DIC	NOV	OCT	SEP	AGO	JUL	JUNI	JUNII	MAY	ABR	MAR	FEB	ENE	PROMEDIO
Año	En USD billones. Departamento de la reserva federal de EEUU 2009. Nominal.													
2000	20.8	20.8	20.8	20.8	20.9	21	19.4		19.8	19.5	18.7	18		20.05
2001	18.9	18.9	18.6	19.5	20.4	20.7	20.4		20.4	20	19.9	21.3	20.8	19.98
2002	16.3	16.6	17	18.2	18	17.9	18	20.3	20.6	19.9	20.5	20.6	20.4	18.79
2003	13.2	17.3	15.7	16.9	17.1	16.6	16.2	16.2	16.2	16.6	16.4	16.9	17.3	16.35
2004	12.9	12.9	12.3	12.5	12.4	13.3	13.5	15.6	15.8	15.5	14.7	14.8	14.7	13.92
2005	15.4	16.5	15.1	14.2	14.9	14.4	13.1	14.4	14.5	14.8	14.7	13.9	13.1	14.54
2006	13.2	16	13.8	13.6	14.2	14	14.5	15.4	14.2	13.9	13.7	14.3	15	14.29
2007	14.6	15.5	14.1	13.4	13.2	13.9	14	13.5	13.4	13.3	13.9	13.4	13.6	13.83
2008	16	15.9	15.2	11.6	12.9	11	11.4	10.2	11.3	10.3	11.1	11.1	12.6	12.35

Se puede observar el decrecimiento constante de inversiones estadounidense en bonos italianos desde el año 2001 hasta el 2004. En el 2005 dichas inversiones se recuperaron levemente para retomar su descenso a partir del año 2006.

La serie de datos muestra una clara tendencia descendente sin ciclos o estacionalidades, manifestando la demanda en decrecimiento constante desde el año 2000 en los bonos italianos sin una verdadera recuperación.

⁵ Department of Treasury; 25 de Junio del 2009; <http://www.ustreas.gov/tic/mfhhis01.txt> (04/03/10)

Gráfica 2: El grafo de la serie de tiempos de la variable “Inversión”. Dicha variable expresa las inversiones de los EEUU en bonos italianos desde el 2000 hasta el 2008 (nominal, en USD billones, del 2009). La gráfica contiene el grafo de la serie de tiempo (azul) y la línea de tendencia a 2 periodos (años) en el futuro (2010, 2011). Creado por Kay Winkler, Excel. Data de origen: La reserva federal de los EEUU⁶.



Se puede observar que el grafo de la serie de tiempos muestra que durante el periodo observado no hay un comportamiento cíclico ni estacional de las inversiones estadounidenses en bonos italianos. La línea de tendencia (lineal) pronostica con una probabilidad del 95% (y RR viable del 88.9%) un valor esperado de una inversión de USD 11 billones en el 2009 y USD 10 billones en el 2010, aplicando la formula $y = -1.0007x + 21.015$, siendo x el periodo 2009 (10) y 2010 (11).

El bajo rendimiento de los bonos italianos en comparación a otros países (no PIGS) de la UE, la tendencia negativa de los EEUU en inversiones de bonos en Italia, la deuda externa alta y creciente en relación con los antecedentes SWAP y la deuda pública alta, hace probable que también la “fuga” de inversionista en bonos italianos a nivel internacional se mantiene.

⁶ Department of Treasury; 25 de Junio del 2009; <http://www.ustreas.gov/tic/mfhhis01.txt> (04/03/10)

La oferta de bonos 2010

El 26 de Febrero 2009 Italia oferta BOTs a 6 meses por un valor de EU 10.000 millones con una vigencia de 186 días. La oferta mínima es de EU 1.5 millones una variable tasa de interés.

En este contexto se ofertaron el 25/02/10 los CCTS y BTPS (con cupones del 2% al 4.25%). Así el 29/02/10 el MEF anuncia la oferta de CTZS por un valor de EU 3,000 millones.

Los BTPS al largo plazo y vinculados a la tasa de inflación europea han sido ofertados el 24/02/10 por un monto total de EU 1.250 millones y cupones de 2.35%.

Parte III – Política macroeconómica

Para enfrentar el desempleo, el gobierno Italiano introdujo una reforma laboral, apoyando el esquema de empleos temporales.

Uno de los efectos percibidos en el mercado es aversión local contra dicho esquema, impidiendo planificaciones o inversiones del individuo a largo plazo (incl. la adquisición de deudas).

Los empresarios por su parte, enfrentando los impactos económicos del país (en el punto anterior descritos), requieren dicho modelo de empleo para obtener un grado mínimo de flexibilidad.

El paisaje político de Italia está compuesto por más de 150 partidos diferentes, muchos de ellos con representaciones en el parlamento. Este esquema de multipartidismo paraliza iniciativas estructurales económicas a mediano y largo plazo.

Luca Paolazzi, director de investigaciones de Cofindustria, indicó que muchas empresas italianas podrían optar por el desplazamiento a otros países como consecuencia de las dificultades políticas y económicas de Italia.

Después de su re-elección, Silvio Berlusconi, primer ministro de Italia, indicó el 16/04/08 la necesidad de un nivel de involucramiento más alto de la Unión Europea y el ECB en Italia. Berlusconi ha sido criticado por aislar a Italia de la UE, habiendo priorizado el fortalecimiento de sus relaciones con los EEUU, Rusia e Israel.

Con su explicación (del 10/02/10) “Es mejor un déficit pequeño (en el balance de pagos) y una deuda grande pero estructurada que un gran déficit (en el balance de pagos).”⁷, frente el cuestionamiento de Taiwán, Giulio Tremonti, el ministro de economía de Italia visualizó la estrategia principal y actual del gobierno italiano frente la situación económica local.

Para enfrentar el reto más grande del país, enfrentar la deuda pública y externa, Italia ejecutó un plan agresivo de ahorros durante el 2009. Para estimular la economía interna del país sin embargo, Italia ha tenido que crear un paquete de inversiones fuertes y en gran parte financiados por bonos nuevos, los cuales se reflejarán como inversiones del gobierno durante el 2010 y 2011. El IMF urge a Italia reestructura su deuda externa lo más tardar a partir del 2013.

7 Winfield, Nicole; Tawian News; 10/02/10;

http://www.etaiwannews.com/etn/news_content.php?id=1187406&lang=eng_news&cate_img=83.jpg&cate_rss=news_Politics (23/10/02)

Parte IV – Recomendaciones al inversionista

De una inversión en bonos de Italia se oponen los siguientes factores desde el punto de vista de los resultados macroeconómicos 2009 – la situación de la deuda Italiana ha provocado mucho criticismo a nivel de los mercados y analistas internacionales, cubriendo tanto una posible obstrucción de deudas por operaciones SWAP, el riesgo de concentración de la deuda en Europa Central y el crecimiento de la deuda externa y pública (en el 2010), alcanzando más que el 100% del PIB cada una.

El programa gubernamental de ahorros del 2009 se cambiará por inversiones locales, estimulando la economía y haciendo que la deuda externa y pública seguirá creciendo.

El leve crecimiento del PIB, desempleo alto y la exportación impactada debilitarán en los próximos meses la capacidad de Italia para enfrentar sus deudas existentes.

Si la legislación actual junto con sus programas de estímulos se mantiene, el gobierno re-inicie sus planes de ahorros en el 2012 y logre reestructurar su deuda en el 2013, la economía italiana se podrá estabilizar integralmente y sostener un crecimiento prolongado.

En esta relación, tomando también en consideración las opciones más atractivas de bonos que las ofertas italianas en la EU (+ 108 puntos en el rendimiento por bonos alemanes a 10 años), no se recomienda realizar inversiones en bonos Italianos durante el año 2010. Por el ciclo de vida de los programas de estabilización y estimulación recién- o por ser iniciados, esta recomendación puede prevalecer hasta el año 2013.

Este comportamiento se refleja en la actualidad por las inversiones estadounidenses en los bonos italianos, decreciendo constantemente desde el año 2000.

El tipo de bono más atractivo en caso de aplicarse una inversión, serían los bono BTSP a 10 años y vinculados a la inflación, aprovechando un precio de adquisición favorable en este momento.

Bibliografía

- ABI, http://www.abieurope.eu/resources/editor/press%20releases/2010_%20press%20releases/AFO_%207%20january%202010.pdf (22/02/2010)
- Brunston, Jim; The European Voice; <http://www.europeanvoice.com/article/2009/09/ecb-keeps-interest-rates-at-record-low/65798.aspx> (23/02/10)
- Cannata, Maria, Departamento de Tesorería; 08/05/03; http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Forum-PA-2003-ENGLISH_why-buy-bonds.pdf
- CIA; <https://www.cia.gov/cia/publications/factbook/> (22/02/10)
- Department of Treasury; 25 de Junio del 2009; <http://www.ustreas.gov/tic/mfhhis01.txt> (04/03/10)
- Evans Pritchard, Ambrose; UK Telegraph; 30/10/08; http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/ambroseevans_pritchard/3287261/Italian-bond-weakest-since-lira-as-Europe-crisis-deepens.html (23/02/10)
- Fortis, Marco; Fondazione Ediso; Università Cattolica di Milano; Origen: Tesorería de Italia; http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/analisi_programmazione/eventi/Fortis_pap_er.pdf (23/02/10)
- Frascetti, Franco; Empresario; 07/04/08; BBC News
- Griffiths, Katherine; UK Telegraph; 04/01/09; <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/4110163/Italian-bond-scandal-could-ensnare-banks.html> (23/02/10)
- <http://www.mtsspa.it/> y http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_government_bonds#.C2.A0Italy_.28AA-.22with_negative_outlook.22.2FAa2.29
- I Index Mundi, Italia, PIB; [http://www.indexmundi.com/italy/gdp_\(purchasing_power_parity\).html](http://www.indexmundi.com/italy/gdp_(purchasing_power_parity).html) (22/02/2010)
- I International Monetary Fund – IMF; <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx> (22/02/2010)
- Index Mundi, Italia, Balance de Pagos; http://www.indexmundi.com/italy/current_account_balance.html (23/02/10)
- Index Mundi, Italia, Fuerza Laboral; http://www.indexmundi.com/italy/labor_force.html (22/02/2010)
- International Monetary Fund – IMF; 2009 World Economic Outlook; <http://www.imf.org> (22/02/2010)
- Keen, Steve. Página web <http://www.news.com.au/business/story/0,27753,24476398-462,00.html>. (27/11/09)
- Laurie, Dominic; BBC News UK; 07/04/08; <http://news.bbc.co.uk/2/hi/7328015.stm> (23/02/10)
- OECD; 19/11/09; <http://www.oecd.org/dataoecd/7/5/20209190.pdf> (23/02/10)
- Quinn, Mathew del Financial Week. Página web <http://www.financialweek.com/article/20090219/REG/902199984/1053/BANKING>. (27/11/09)
- Tesorería de Italia; http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/calendario/Auction_Calendar_2010.pdf (23/02/10)
- Tremonti, Guilio; MEF de Italia; 22/09/09; “Forecast and Planning Report for 2010”
- Winfield, Nicole; Tawian News; 10/02/10; http://www.etaiwannews.com/etn/news_content.php?id=1187406&lang=eng_news&cate_img=83.jpg&cate_rss=news_Politics (23/10/02)