

## Una expansión fiscal a la italiana

Las perspectivas económicas en Italia se han deteriorado considerablemente en estos últimos meses. En gran parte, ello es debido a las tensiones que ha generado el programa del Gobierno de coalición italiano en los mercados financieros y con Bruselas. Concretamente, el Ejecutivo confía en impulsar la actividad económica mediante una expansión fiscal, pero este plan genera dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas y ha tensionado las condiciones financieras de Italia. En este Focus, analizamos el impacto negativo que puede tener el endurecimiento de las condiciones financieras sobre la economía italiana y si dicho impacto puede compensar el efecto positivo sobre el PIB del estímulo fiscal.

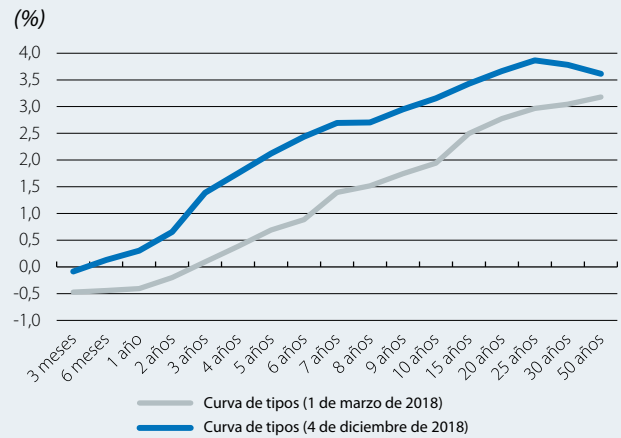
En efecto, como muestra el primer gráfico, desde que tuvieron lugar las elecciones generales italianas el pasado mes de marzo, los tipos de interés de la deuda soberana italiana han aumentado considerablemente. Por ejemplo, el tipo de interés del bono a 10 años ha pasado del 1,9% al 3,2% en solo nueve meses. Asimismo, las tensiones en los mercados financieros y el deterioro de las perspectivas para las finanzas públicas han llevado a las agencias de calificación crediticia a rebajar el *rating* soberano italiano.<sup>1</sup>

Estos acontecimientos pueden tener implicaciones importantes para la economía italiana. En primer lugar, un aumento elevado y sostenido de los tipos de interés de los bonos soberanos se traducirá inevitablemente en un mayor coste de financiación de la deuda pública, forzando a Italia a destinar más recursos al pago de intereses de la deuda y limitando su capacidad fiscal para hacer frente a futuros *shocks* adversos. Estimamos que este impacto sería pequeño a corto plazo (dado que el vencimiento promedio de la deuda italiana es relativamente alto, de 6,9 años). Sin embargo, nuestras estimaciones indican que un aumento del tipo de interés del bono a 10 años hasta el 3,5% de manera permanente conduciría a una trayectoria ascendente de la ratio de deuda pública a partir de 2021 si el superávit primario (que excluye el pago de intereses) se mantuviera alrededor del 1,5% (es decir, solo ligeramente por debajo del nivel actual) y con un crecimiento nominal del PIB de, aproximadamente, el 2,5%.

En segundo lugar, un endurecimiento del coste de financiación del sector público suele conllevar también un deterioro de las condiciones de financiación de las empresas en el mercado. Efectivamente, tal y como muestran el segundo y tercer gráfico, desde el pasado marzo, los tipos de interés de los bonos corporativos (*sénior*) emitidos por las principales empresas italianas no financieras han aumentado entre 30 p. b. y 190 p. b., mientras que los bonos emitidos por las principales entidades bancarias

1. En octubre, Moody's rebajó la nota crediticia a Italia hasta situarla solo un escalón por encima del grado especulativo. Por su parte, Fitch y S&P mantuvieron la nota crediticia de Italia, pero cambiaron las perspectivas de *rating* a negativas.

### Italia: curva de tipos de interés de la deuda soberana



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

del país han aumentado 133 p. b. (en promedio, para bonos con un vencimiento, en general, a cinco años vista). En este contexto, un mayor coste de financiación para la banca suele traducirse en un aumento de los tipos de interés de los préstamos y en una menor disponibilidad de crédito al sector privado, con impacto sobre las decisiones de gasto de empresas y hogares.

Asimismo, las tensiones en el mercado de deuda soberana italiana también pueden contribuir a debilitar los balances de bancos y de otras entidades financieras italianas, con consecuencias sobre su posición de capital. En particular, estas entidades tienen (en promedio) una elevada exposición a la deuda soberana doméstica –el 10% de sus activos lo constituyen bonos soberanos emitidos por el Gobierno italiano–, y deben reflejar en su capital cualquier cambio en el valor de mercado de estos.<sup>2</sup> Por ello, cuando se producen fuertes repuntes de los tipos de interés soberanos (es decir, fuertes caídas en el precio de los bonos), estas instituciones pueden ver erosionado su capital a través de los ajustes negativos en la valoración de estos bonos. De hecho, el BCE estima que solo en el 2T 2018 la revalorización de los bonos soberanos tuvo un impacto negativo importante (de entre 25 y 84 p. b.) sobre las ratios de capital CET1<sup>4</sup> –la principal medida de solvencia financiera que usa el regulador bancario– de los principales bancos italianos.<sup>5</sup>

Por el momento, no obstante, el impacto sobre la oferta de crédito bancario no ha sido visible. Así, la nueva con-

2. Para el conjunto de la eurozona, el promedio es del 4,0% de los activos.

3. En particular, los cambios en el valor (razonable) de aquellos instrumentos financieros que estén clasificados como títulos comercializables (en la categoría de «activos financieros disponibles para la venta») deben registrarse directamente en el patrimonio neto de la entidad.

4. La ratio de capital *common equity tier 1* se calcula como la división entre el capital de mayor calidad (compuesto principalmente por acciones y reservas) sobre los activos ponderados por riesgo.

5. BCE (2018), «Financial Stability Review», noviembre.

cesión de préstamos y los tipos de interés, tanto a empresas como a hogares, se mantienen en niveles similares a los de abril.<sup>6</sup> Asimismo, en la última encuesta de préstamos bancarios del BCE,<sup>7</sup> las entidades italianas no reportaron cambios significativos en las condiciones de financiación a empresas y hogares, aunque destacaron que el coste de financiación y las restricciones de balance habían ganado peso como factores que pueden contribuir a un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito. El menor impacto sobre el crédito bancario puede deberse a que el *passthrough* está siendo más lento que en periodos anteriores,<sup>8</sup> a que los bancos están mejor capitalizados<sup>9</sup> y a la abundante liquidez que hay en el mercado –que permite a los bancos acceder a otras fuentes de financiación menos costosas, como las operaciones de refinanciación a largo plazo del BCE (las llamadas TLTRO), y abarata otras fuentes tradicionales, como los depósitos–.<sup>10</sup>

Sin embargo, si las tensiones persisten, es de esperar que el efecto negativo del endurecimiento de las condiciones financieras sobre el crédito bancario (y, por tanto, sobre las decisiones de consumo e inversión) se haga más evidente. Asimismo, un debilitamiento continuado de las posiciones de capital forzaría a los bancos italianos a encontrar maneras alternativas para reforzar su solvencia, por ejemplo, reduciendo el riesgo de sus activos, o mediante una reducción del crédito, o bien acudiendo al mercado para levantar capital –pero para ello las condiciones en el mercado de renta variable deben ser favorables–.

En este contexto, cabe preguntarse qué efecto podría llegar a tener el endurecimiento de las condiciones financieras sobre la actividad económica agregada. Para ello, estimamos –a partir de la relación histórica entre ambas variables–<sup>11</sup> el impacto de un *shock* en la prima de riesgo italiana a 10 años sobre el crecimiento real de la economía. Nuestras estimaciones sugieren que un aumento de 100 p. b. del tipo soberano a 10 años sostenido a lo largo de cuatro trimestres puede reducir el crecimiento anual del PIB real en 0,47 p. p. Así, ello implicaría que el repunte de tipos observado desde el 2T 2018 puede haber afectado negativamente el crecimiento en la segunda mitad de 2018 y seguir lastrándolo durante 2019.

6. Datos del BCE hasta octubre de 2018.

7. Llevada a cabo en el 3T.

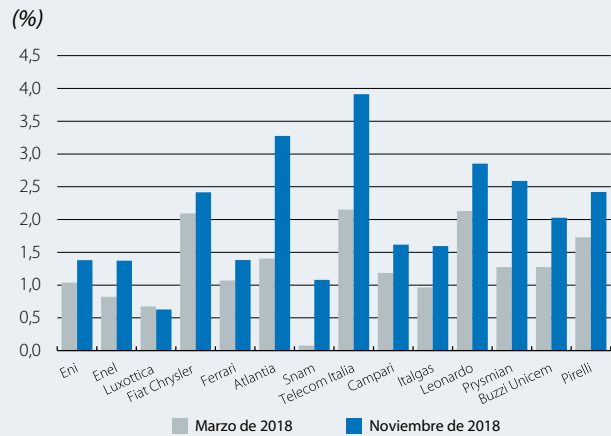
8. Véase, por ejemplo, Albertazzi, U. *et al.* (2014), «The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks», donde se estima que un aumento en 100 p. b. de la prima de riesgo italiana normalmente se traduce, tras tres o cuatro meses, en un aumento de los tipos de interés bancarios de 20 p. b.

9. A finales de 2014, la ratio de capital CET1 promedio del sector se situaba en el 11,7%, frente al 13,9% al cierre del 2T 2018. La mejor capitalización hace que los bancos sean menos susceptibles a aumentos de los costes de financiación y a cambios en el valor de los bonos soberanos.

10. La principal fuente de financiación de los bancos italianos siguen siendo los depósitos de residentes –que representan aproximadamente el 63% del total de financiación de los bancos– y estos, por el momento, siguen creciendo a buen ritmo (un 3% interanual).

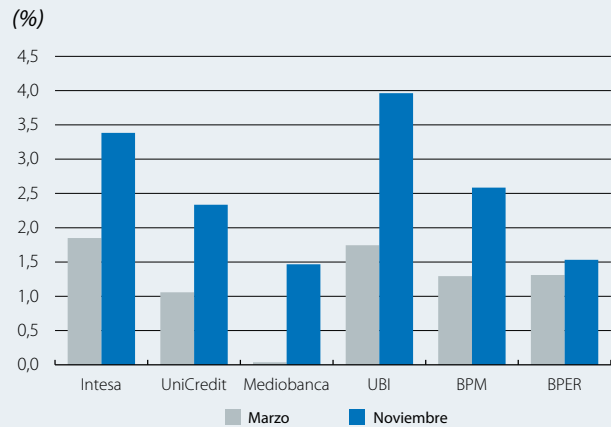
11. En particular, las relaciones se modelizan a través de un VAR, con datos comprendidos entre el 2000 y 2018.

**Italia: tipos de interés de bonos sénior de empresas no financieras**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Italia: tipos de interés de bonos sénior de la banca**



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Por otro lado, la expansión fiscal que contempla el Gobierno italiano es de 0,9 p. p. de PIB.<sup>12</sup> Puesto que varias estimaciones sitúan el multiplicador fiscal<sup>13</sup> para Italia entre el 0,5 y el 0,8, el impulso fiscal tendría un impacto positivo sobre el PIB de 0,5 p. p. en 2019. No obstante, este efecto depende de las medidas específicas que se terminen implementando<sup>14</sup> y de que se mantenga la confianza inversora (de lo contrario, la inversión privada podría reducirse más allá de lo que sugeriría el aumento del coste de capital). Por tanto, en términos netos, de persistir el endurecimiento de las condiciones financieras, cualquier efecto expansivo de la política fiscal sobre la economía quedará fácilmente diluido, pudiendo incluso causar una desaceleración del crecimiento en 2019.

12. Según el deterioro del balance estructural –balance presupuestario ajustado por el ciclo económico y por *one-offs* y otras medidas temporales– previsto en el plan presupuestario enviado a Bruselas el 13 de noviembre de 2018.

13. El aumento del PIB como respuesta a la expansión fiscal.

14. A mediados de diciembre, el Ejecutivo italiano revisó a la baja su objetivo de déficit para 2019. Está por ver cuáles serán las medidas concretas que se implementarán y el tamaño de la expansión fiscal.