



JOÃO LAMPREIA  
head of Research  
do BIG

## “Habemus” Governo em Itália: serenidade duradoura ou fonte de instabilidade no longo prazo?

A semana anterior ficou marcada por convulsões significativas no país transalpino, quando o presidente Mattarella bloqueou a nomeação de um ministro das finanças eurocético (Paolo Savona), despoletando receios de uma crise constitucional – receios de novas eleições/ reforço dos partidos radicais/referendo sobre Euro, riscos de ItaloExit, etc.. O impacto desta incerteza nos mercados financeiros foi tremendo, com quedas relevantes do mercado acionista e, sobretudo, com um impacto muito significativo no mercado obrigacionista. As obrigações de dívida italiana na maturidade a 10 anos fixaram máximos de 2014 ao atingirem 3,20%, ao passo que a taxa a 2 anos registou o maior incremento intradiário da sua história ao subir 190 p.b. para 2,75%. Registou-se um aplanamento significativo da curva, tendo o spread 2y-10y fixado valores de 45 p.b., um registo mínimo sem precedentes desde a eclosão da crise europeia em 2011 – com o mercado a extremar a possibilidade de um eventual risco de crédito sobre Itália. Em apenas um dia de negociação, a dívida italiana registou um “wipeout” (perda de valor) de aproximadamente EUR 66 mil mn, o que para efeitos de simples comparabilidade, equivale a quase 30% do PIB português em todo o ano de 2017.

Já no final da semana, a situação acabou por ficar normalizada com a formação do Governo entre o Movimento 5 Estrelas e a Liga Norte (5E/LN), depois de um bloqueio político que se estendeu por três meses, tendo sido nomeado Giuseppe Conte para Primeiro-Ministro e Giovanni Tria para Ministro das Finanças, tendo o polémico Savona arrecadado a “pasta” dos Assuntos

Europeus. Naturalmente que este desfecho motivou uma reversão de grande parte da instabilidade que assistimos no início da semana, tendo as yields a 2 e 10 anos retrocedido para valores mais comedidos (0,75% e 2,50%). Ainda assim, será este desfecho político suficiente para acreditarmos num Governo duradouro e sustentável em Itália? Se a história for um indicador fiável, será lógico que não, uma vez que este é o 66º Governo desde 1946, o que perfaz uma longevidade média de cada Governo de 1 ano e 1 mês! A instabilidade política em Itália é a regra e não a exceção! O que difere é que este Governo, do ponto de vista ideológico, revela-se bastante distinto face a exemplos do passado, não sendo possível descartar de imediato uma trajetória de política belicista, ou, pelo menos, conflituante face às exigências da UE, tal como se observou com o Syriza na Grécia num passado não distante. Recordamos que o fundador do movimento 5 Estrelas – Beppe Grillo – citou não o Euro, per si, mas a pertença à UEM e a consequente ausência de instrumentos de resposta financeira e monetária tradicionais como a causa primária do “sofrimento económico italiano” – com uma das taxas de crescimento do PIB mais baixas entre os países da Zona Euro (1,5% em 2017 vs 2,4% da média da UE) e uma taxa de desemprego superior a 11%. Convém referir que a frase anterior de Grillo é, por motivos económicos e macroestruturais, absolutamente contraditória, revelando-se praticamente um harakiri semântico. Salientamos também que, em inquéritos públicos de opinião, mais de 70% dos Italianos revelam-se de natureza pró-Euro.

A formação de um Governo em Itália

obviamente retira algumas preocupações no curto prazo, mas levanta o debate sobre a sustentabilidade das finanças públicas de Itália, uma vez que a dívida excede os 130% do PIB e o défice orçamental estimado para 2018 supera os 4% do PIB. Mediante a implementação de um programa de Governo populista que passa, de forma transversal, pela descida de impostos e subida da despesa pública (reversão da reforma do sistema de pensões e incremento de rendimentos sociais), este Governo reúne todas as condições para contribuir para a aceleração (já previsível com o inevitável final do QE) dos custos de financiamento de Itália. Recordamos que a linear subida em 1% do custo médio da dívida de Itália representa um custo financeiro adicional de EUR 240 mn (-1,2% do PIB), agravando-se assim a espiral do défice e, consequentemente, do nível de endividamento de Itália. A próxima cimeira Europeia em Junho e a retórica política deste novo Governo sobre temas fraturantes como a migração ou o Orçamento Europeu poderão, desde já, providenciar os primeiros sinais reais sobre a previsível longevidade deste Governo e até que ponto estarão dispostos a enfrentar a rigidez das regras subjacentes à União Económica Monetária.

Voltando ao impacto em relação ao mercado de capitais, para além de grande parte do stress ter sido revertido no mercado de obrigações, pensamos que o “pick-up” das yields foi justificado essencialmente por motivos de liquidez e não tanto pelo perfil de risco sistémico/ crédito de Itália, uma vez que: i) uma percentagem relevante da dívida italiana (-20%) é detida pelo BCE – (recentemente houve até uma ideia peregrina dos partidos 5E/LN para que esta parcela, ou

parte dela, deixasse de ser contabilizada na dívida pública!); ii) Bancos italianos mantêm-se condicionados para gerir os seus balanços – sendo quase forçados a deter dívida soberana por questões regulatórias e exigências de capital. Esta situação concomitante acabou por gerar um forte “squeeze” na subida das taxas de juro de dívida italiana, sobretudo nos prazos mais curtos.

Em conclusão, o cenário político em Itália com a formação do Governo 5E/LN, ainda que evitando uma situação mais desconfortável para o mercado no curto-prazo, não é claramente animador num prazo alargado. Felizmente ou infelizmente, a trilogia tradicional em Itália de Política-Longevidade-Sucesso nunca passou de uma mera quimera, pelo que a habitual instabilidade política naquele país poderá não acrescentar novidade alguma. Por outro lado, a complacência do mercado em relação à (in) capacidade deste Governo, per si, poderá consumir-se num risco de profecia auto-realizável. Acabando este texto numa nota mais positiva para o país, mas também justa, salientamos 3 fatores que justificam o nosso relativo otimismo: i) taxa de juro da dívida em mercado secundário mesmo com este spike continua a ser inferior ao custo médio ponderado da dívida total (3,1%); ii) mais de 50% das necessidades de refinanciamento da dívida italiana para 2018 já foram realizadas até maio; iii) setor financeiro evidencia sinais de recuperação consistentes do ponto de vista da evolução favorável das imparidades e dos níveis de capitalização. Mas se quisermos, efetivamente, responder à questão que colocámos no título deste artigo, pelas razões supramencionadas, o termo “nim” surge como o mais apropriado.