

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Abril 13 de 2016

## Del estancamiento a la crisis financiera: El caso de Italia

Tras un azaroso arranque en 2016, cada día se va consolidando más la idea de que la frágil y prolongada fase de recuperación (2014-2016) podría convertirse en una crisis financiera pública y privada, tanto en varios países emergentes (China, Brasil o Turquía), así como en algunos de la Zona Euro, *Comentario Económico del Día* 25 de febrero de 2016. Especial relevancia ha ido adquiriendo la situación de Italia, no solo por su importancia dentro del mercado del euro (representando un 16% de su PIB y un 25% del mercado de deuda pública en 2015), sino por sus señales de contaminación de la cartera bancaria.

En efecto, Italia ha completado cinco años (2011-2015) de postración en su crecimiento (acumulando una caída del -4% real) y su PIB per-cápita registra una contracción del 11% durante la última década. Aunque sus flujos fiscales no representan aparente problema (con déficits moderados del 3% del PIB), su elevada relación Deuda Pública/PIB del 130% sí genera un servicio de la deuda difícil de controlar bajo escenarios de bajo crecimiento y lento recaudo tributario (a pesar de sus elevadísimas tasas de gravamen sobre las firmas).

Pero el problema no para allí, pues ahora lo que se tiene es una “resaca” sobre la deuda privada, donde la cartera morosa bancaria se acerca al 20%, poniendo a prueba los indicadores de solvencia de los bancos con riesgo sistémico, como el *Monte dei Paschi di Siena* (5.5% del total de activos de Italia), ver gráfico adjunto. La prueba de fuego del momento tiene que ver con el comportamiento de los llamados bonos CoCos (*Contingent-Convertible bonds*), los cuales han empezado a convertirse en capital adicional, pero con tasas de descuento hasta del 30%.

La economía de Italia es añeja en términos poblacionales y enfrenta sobrecargas laborales-tributarias, todo lo cual deviene en una baja productividad multifactorial. Se estima que cerca del 70% de sus trabajadores se agrupan en Pymes de menos de 50 trabajadores, buscando evitar sobrecostos de regulación laboral (*The Economist*, enero 30 de 2016). Ello contrasta con el crecimiento que ha tenido, por ejemplo, el sector productivo de Alemania, creciendo hasta explotar bien las economías de escala-alcance y reducir sus costos financieros. Igual ocurre en Estados Unidos, donde Pymes de

Continúa

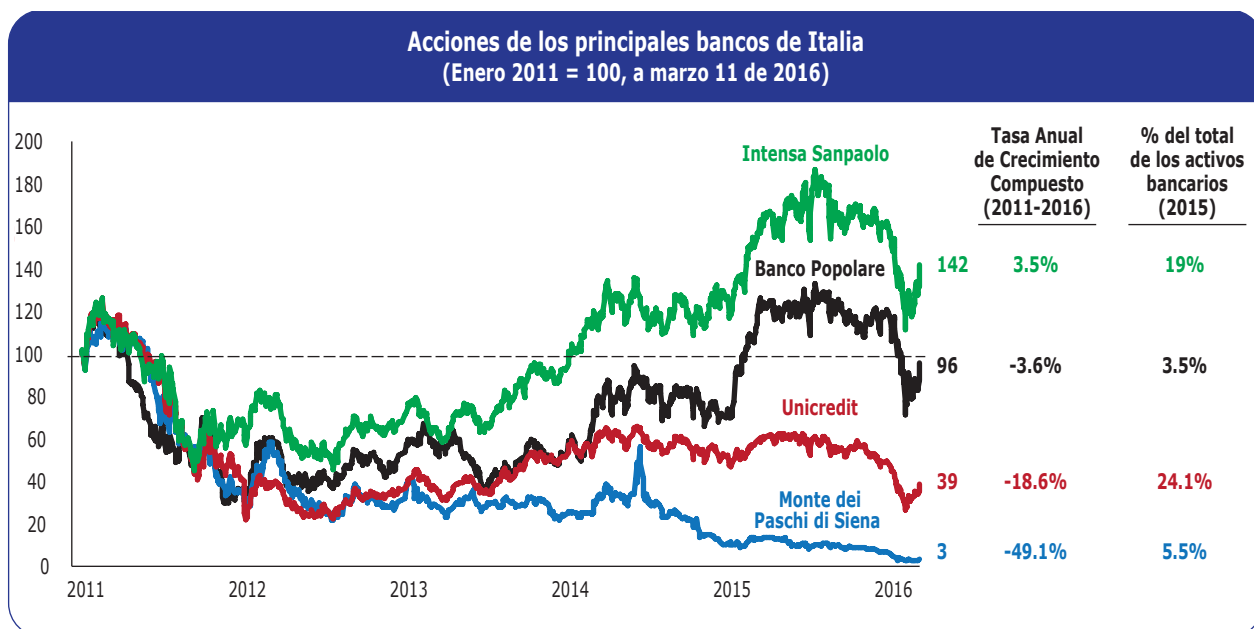
Director: Sergio Clavijo

ese reducido tamaño representan menos del 50% de su industria. Lo más grave es que el sector productivo industrial italiano (con reconocidos éxitos de innovación en décadas anteriores) está migrando hacia el sector servicios, pero sin tener el músculo productivo para ser competitivo a nivel global.

A pesar de lo anterior, no todo está perdido y en la propia Zona Euro existen casos exitosos para intentar replicar. Tanto Alemania (durante los años noventa) como España (2009-2014) hicieron el ajuste vía reducción de los salarios reales (cerca del -20% real) para volverse más competitivos a nivel global. En el primer caso, ello se combinó con el re-entrenamiento de la fuerza laboral de Alemania Oriental y, en el segundo caso, se han volcado sobre el sector comercio y transporte, alejándose de las “burbujas hipotecarias” (Santiso, 2015). Además, la devaluación del euro (pasando de 1.47 dólares/euro en 2008 a 1.11 en 2015, un 25%) ha propulsado sus exportaciones. Sin embargo,

los resultados han sido disímiles, pues en Alemania el desempleo se logró reducir hacia la franja 4%-5%, pero en España ha continuado testarudamente en elevados niveles del 20%-25%, inclusive superiores al 10% de la Zona Euro.

Ahora bien, el espacio político para recortes de salarios reales en Italia es bastante inferior al que se tuvo en Alemania o España y de allí la gran preocupación con las perspectivas macrofinancieras de Italia. Si a ello le sumamos el estrés financiero que todavía cargan Grecia, Portugal o Irlanda, resulta claro que la suerte de la “unión monetaria del euro” dependerá de la combinación que se logre entre los apoyos de liquidez del Banco Central Europeo, en el corto plazo, y de la maniobra de ajuste fiscal-laboral que obtenga hacia el mediano plazo (antes de culminar el año 2017), donde las probabilidades de viabilidad hoy lucen más complejas que cuando el problema se refería simplemente a Grecia en 2014-2015.



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg.