

Junio de 2018

Nuevo gobierno en España: por qué España no es Italia

El Congreso de los Diputados ha aprobado la moción de censura presentada por Pedro Sánchez contra Mariano Rajoy, con lo que el líder socialista ha sido nombrado presidente del gobierno español. Este nuevo gobierno cuenta con tan solo 85 escaños, menos incluso que los 137 que tenía el PP, que además tiene mayoría absoluta en el Senado. Los presupuestos de 2018 han sido aprobados por la cámara baja, pero aún tienen que ser refrendados por el Senado. De no ser así, Sánchez necesitaría una nueva mayoría para sacarlos, algo que parece prácticamente imposible, por lo que la única solución pasaría por convocar elecciones. Según los últimos sondeos, el claro favorito es Ciudadanos que podría formar gobierno con el apoyo del PP o del PSOE. Si por el contrario, el PP da el visto bueno a los presupuestos, podrían convocarse nuevas elecciones en la primavera de 2019.

Los inversores se han mostrado preocupados por el efecto que esta volatilidad política, coincidente en el tiempo con la de Italia, podría tener sobre la economía en ambos países. Tal y como afirmamos en nuestro informe de finales de mayo, [Implicaciones políticas y económicas de la moción de censura](#), la economía española mantiene un buen ritmo de crecimiento (2,5%) con riesgos acotados en el corto plazo. El impacto de la situación política apenas será perceptible en una primera etapa y los riesgos a medio plazo se abordarán en las próximas elecciones generales. En esta nota analizamos las grandes diferencias entre España e Italia, diferencias que deberían transmitir un mensaje de tranquilidad a los inversores sobre los sólidos fundamentales de la economía española.

La capacidad de la política para hacer el mal está inversamente correlacionada con el ratio de deuda pública sobre PIB. Es clave para entender la situación actual en ambos países y en la zona euro, y también para aprehender por qué los vaivenes políticos han acabado afectando al PIB mucho menos de lo que muchos profetas predicaban. Acuérdense de los apocalípticos mensajes del Brexit llevando a Europa al desastre, o la crisis política catalana provocando una recesión en Cataluña y en el conjunto de España. Y sin embargo, tanto Cataluña como España crecen con fuerza y el Brexit no ha traído consigo recesión alguna en Europa.

Como sabemos, la inestabilidad política en Italia se deriva del hecho de que se trata de un país en el que las fuerzas populistas de derechas y de izquierdas, euroescépticas a la sazón, han ganado claramente las elecciones. Nos preocupa que se pueda engañar al votante prometiéndole la pertenencia a un club, la zona euro, que conlleva derechos y obligaciones, solo centrándose en los derechos e ignorando las obligaciones. El derecho consiste en emplear una moneda común a nuestros socios, moneda que nos permite beneficiarnos de tipos de interés más reducidos de los que tendríamos con una moneda propia.

La obligación consiste en mantener una política fiscal (déficit y deuda pública) en términos que no contagien negativamente a nuestros socios, algo que a la larga provocaría mayores tipos de interés y un empobrecimiento colectivo (la deuda y el déficit, como decía Jefferson, son la mayor estafa colectiva de una generación a la siguiente). Los votantes pueden optar por mantener estos derechos y obligaciones, o rechazarlos (todos), no aceptar derechos y denegar obligaciones. De esta contradicción íntima nace la tragedia griega que ha protagonizado Syriza, sembrada ya por los anteriores desgobiernos de socialistas y conservadores. Como sabemos, Grecia ha tenido que aceptar que esta contradicción es una falsedad, y hoy en día acepta derechos y obligaciones.

El precedente griego también nos avisó de algo obvio: si la inestabilidad política devenga en aceptar derechos y rechazar obligaciones, entonces suben los tipos de interés, ya que los tenedores de los bonos los venden por miedo a que no se cumplan las promesas realizadas cuando se vendieron dichos

Ignacio de la Torre, Ph. D.

idelatorre@arcanopartners.com

+34 91 353 21 40

Leopoldo Torralba

ltorralba@arcanopartners.com

+34 91 353 21 40

bonos, y al venderlos suben los tipos de interés. Como la banca es un gran poseedor de bonos, al caer estos cae también con fuerza, proceso que puede dañar gravemente a una economía.

En general, cuando se desencadena este proceso, la clase política suele recapacitar: a medida que calibra cómo acabar pagando más intereses por los bonos implica recaudar mayores impuestos (en general, desde la clase media) o recortar gasto social para hacer frente a los mayores intereses. De aquí se deduce la paradoja de que a más populismo, más intereses se pagan a los acreedores y menos gasto social está disponible para la población. A partir de ahí, se recula. Esto explica la máxima de la frase con la que he abierto la columna, y también explica en nuestra opinión lo que antes o después sucederá en Italia.

Como la parte más álgida de la crisis política italiana coincidió con la presentación de la moción de censura por parte del PSOE, la combinación de ambos factores produjo también caídas en los bonos españoles, subidas de su prima de riesgo y caídas de la bolsa española, especialmente de los bancos, por los motivos arriba expuestos.

Sin embargo, creemos el mercado se equivoca al equiparar España con Italia.

La situación política es diferente

Los principales partidos políticos españoles están a favor del euro. El porcentaje de los votos que recaban los partidos denominados con mayor o menor fortuna como 'no populistas' es de un 70% en España, y la intención de voto de Podemos es inferior a un 20%, lo que contrasta con el 50% de votos que consiguieron los dos partidos populistas italianos. Además, es injusto meter en el mismo saco a Podemos con los partidos populistas italianos, ya que no plantea ni escenarios de salida del euro ni estrafularias medidas como que el BCE condone la deuda. El motivo de este posicionamiento político español es que el apoyo al euro es abrumador, a diferencia de lo que ocurre en Italia. Esto garantiza la normalidad política necesaria, en lo referente a la arquitectura de la zona euro, sea cual sea el resultado de las próximas elecciones en España.

España crece

España ha llevado a cabo importantes reformas antes y después de la crisis. Esto ha permitido al país hacer crecer con fuerza su PIB per cápita hasta antes de la crisis, y posteriormente desde 2013, lo que se traduce en un mejor nivel de vida relativo (España ha superado ya a Italia en PIB per cápita en poder adquisitivo ajustado), y en más capacidad para hacer frente a la deuda. Italia está sumida desde hace décadas en una parálisis antirreformista, lo que le ha impedido conseguir mejoras de bienestar para sus habitantes. Este es el problema de fondo de Italia, no el BCE, aunque sea más fácil en la vida buscar un culpable externo que analizar los problemas de uno mismo. Como dijo Tolstói, “todos piensan en cambiar el mundo, muy pocos en cambiarse a sí mismos”.

España ya acometió la reforma bancaria en 2012

España llevó a cabo su reforma bancaria en 2012, que, aunque tardía, permitió limpiar los balances, y recapitalizar el sistema, factor clave para que el crédito volviera a fluir desde 2013. Tal y como comentábamos en nuestro informe [Ocho razones por las que no existe una burbuja en el inmobiliario residencial español, y dos riesgos potenciales](#), el sector inmobiliario español goza de una excelente salud, lo que no pone en riesgo la solvencia del sistema bancario español. Italia lleva aplazando su necesaria reforma 'sine die', lo que afecta al crédito, al crecimiento económico y a la confianza en el país. El sistema bancario italiano sigue manteniendo 200.000 millones de euros en activos dudosos, torpedo en la línea de flotación de la ingente deuda pública, que alcanza un 131% de PIB (unos 30 puntos más que España).

España no es Italia.

AVISO LEGAL

El presente documento es estrictamente confidencial y las opiniones expresadas en el mismo reflejan la opinión personal del autor en relación a los temas analizados. El autor no ha recibido ni recibirá ninguna compensación, comisión o remuneración de ningún tipo por proporcionar una recomendación u opinión específica en el presente documento.

El presente documento ha sido preparado por Arcano Valores AV, S.A.U. ("Arcano Valores"). Arcano Valores es una empresa de servicios de inversión, debidamente constituida conforme a la legislación española, regulada y registrada bajo el número 243 en el Registro Administrativo de Agencias de Valores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). El presente documento tiene carácter divulgativo y no constituye una oferta, garantía, invitación o solicitud para adquirir, invertir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni puede servir de base para la elaboración o suscripción de ningún contrato, acuerdo, compromiso o decisión de ningún tipo. En consecuencia, el receptor del presente documento debe tomar sus propias decisiones de manera independiente sin basarse en el contenido de este documento y en su caso, solicitar y obtener asesoramiento profesional independiente. Arcano Valores no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, daño o perjuicio, directo o indirecto, que pudiera resultar o estar relacionado con el uso de este documento o de su contenido.

El presente documento contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes de fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de modificación independiente por Arcano Valores. Arcano Valores, por tanto, no ofrece garantía expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad, exactitud, exhaustividad o veracidad.

El presente documento se dirige exclusivamente a inversores profesionales, de conformidad con la definición que a tal efecto se establece en la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Por tanto, su uso por inversores minoristas queda expresamente prohibido.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o fluctuaciones del mercado. Arcano Valores no asume obligación ni compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

Arcano Valores cumple con su normativa interna de conducta, la cual regula, entre otras cuestiones, procedimientos para evitar conflictos de interés con respecto a recomendaciones. En aplicación de dichos procedimientos el departamento de Research se configura como un área separada, se constituyen las conocidas como "murallas chinas", y se incluye la posibilidad de establecer restricciones específicas en actividades de análisis en determinadas circunstancias.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida la reproducción, transformación, distribución, modificación, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por escrito por Arcano Valores.

Este documento ha sido elaborado por:

Arcano Valores AV, S.A.U.

José Ortega y Gasset 29, 4ª planta

28006 Madrid

+34 91 353 21 40

www.arcanopartners.com