

Flash Note

17/01/2018

Alex Fusté

@AlexfusteAlex

alex.fuste@andbank.com

Desarrollo político en Alemania. Análisis de las implicaciones

Como ya sabrán, los delegados del SPD en Alemania han votado (con un 56%) iniciar negociaciones para formar un gobierno con la CDU/CSU de Merkel. Si bien es cierto hay mucho que negociar (el SPD de Schulz quiere el todo poderoso ministerio de finanzas), lo cierto es que casi todos los analistas consultados tienen ya como escenario central la formación de esa gran coalición.

De cara a las repercusiones posibles, si se consigue formar la coalición, entendemos que lo más importante sería el probable **tono más integracionista** (en relación con Europa) y una **mayor laxitud fiscal**. Profundicemos en lo que ello representa.

1. **Integración: (1) De ESM a EMF:** Tras pasar gran parte de la tarde de ayer hablando con players locales, acabé entendiendo que si Schulz impone sus condiciones y se queda con el ministerio de finanzas (retenido por Schaüble –de la CDU- en las anteriores coaliciones) habrá un “salto” en las políticas de integración, que se concretarán en un *upgrade* del ESM (Mecanismo de Estabilidad) en un EMF (Fondo Monetario Europeo) centrado en la asistencia y gasto en infraestructuras en aquellos países en dificultades. **(2) Presupuesto Común:** El otro cambio se daría en un apoyo alemán para un Presupuesto Común europeo, mediante la armonización fiscal (tendiente a aplicar estándares franceses) y un probable aumento de la contribución alemana.
2. **Laxitud fiscal:** Si Schulz impone sus condiciones (y se lleva el ministerio de finanzas), impondrá lo que ha venido defendiendo: “La vigilancia fiscal debe poner el énfasis en la solidaridad y no en la austeridad”. Esto significa mayor flexibilidad fiscal.

Nuevo Entorno:

Bien. Todo esto, de materializarse, supondrá un cambio substancial en las reglas del juego, así como en el posicionamiento económico. ¿Por qué? Miren. En los últimos años hemos vivido en una Europa dirigida en lo económico por el Alemán Wolfgang Schaüble (defensor de la austeridad desde su puesto de

ministro de economía alemán), apoyado por su estrecho colaborador y jefe del Eurogrupo, el holandés Dijsselbloem, también de corte austero. Pues hoy, tenemos a Schaüble fuera del ministerio alemán y su probable sustituto será Schulz (o alguien del SPD), y como jefe del Eurogrupo ya no tenemos a Dijsselbloem, sino al portugués Mario Centeno. Creo que podemos decir ya que la Eurozona está entrando en una nueva era de mayor acomodación fiscal (laxitud fiscal). Proceso que, por supuesto, se acelerará si el SPD forma coalición con la CDU.

¿Los más beneficiados? Probablemente Italia, en donde todos y cada uno de los partidos que acceden a las elecciones de marzo exigen mayor flexibilidad fiscal. El PD (centro izquierda) quiere exenciones de algunas reglas presupuestarias. El centro derecha quiere más laxitud fiscal, acompañada, por supuesto, de una repatriación de poderes.

Implicaciones en Inversiones:

1. A corto plazo, la mayor laxitud fiscal por parte de Alemania para con el resto de países supondrá un **apoyo al ciclo económico que estamos viendo hoy, lo que se traduciría en alzas en TIRs y un estrechamiento de los spreads periféricos.** ¿Por qué soporte al ciclo? Alemania posee hoy un superávit fiscal del 1,2% del PIB, lo que según los analistas consultados, da amplio margen al gobierno de coalición para aumentar su gasto o recortar impuestos. Lo que estos analistas parecen olvidar es la tradición en Alemania de implementar políticas anti-cíclicas. Esto es, cuando la economía crece, ellos moderan el gasto (generando ahorro público), para cuando el ciclo gire hacia abajo, poder aumentar el gasto. Lo que se conoce como “Spending gap negativo cuando el Output gap es positivo, y viceversa”.
2. A medio y largo plazo, la mayor flexibilidad fiscal probablemente resultará en una nueva ampliación de los spreads. Esto es, un deterioro relativo entre las economías Europeas. Y vuelta a empezar.

Una reflexión final, y que no puedo quitarme de la cabeza, es la siguiente: Alemania ha votado en un sentido tal que ha llevado al SPD, y sus postulados, a sus peores resultados desde 1933. Sin embargo, es muy probable que veamos impuestos esos postulados (dadas las circunstancias). Será interesante ver la reacción futura del electorado.

Cordiales saludos