

# entrevista a

## Ignacio de la Torre

Socio  
Arcano Valores  
Madrid - España



Ignacio de la Torre es, desde 2008, socio de Arcano Valores, especializado en mercado de capitales, y director académico de los masters de finanzas del Instituto de Empresa (IE). Es Doctor en Historia y licenciado en Derecho por la Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED) y en Economía por Icade y MBA por el INSEAD francés, con 17 años de experiencia en banca de inversión (*corporate finance*, análisis bursátil, ventas especialista del sector de medios de comunicación, ventas de valores y derivados Europeos en UBS y en Deutsche Bank. Ha publicado *Ingeniería Financiera* (ed. Lid), que profundiza sobre los escándalos contables acaecidos en el periodo 1999-2004, y sus relaciones con los mercados de capitales (publicado en inglés por Palgrave en 2008, *Creative Accounting Exposed*).

Ha hecho trabajos de investigación y su tesis doctoral sobre las actividades bancarias de *Los Caballeros Templarios durante el siglo XIII*, lo que dio paso a la posterior publicación de su primer libro, *Los Templarios y el Origen de la Banca* (Dilema, 2004), definido por el Nobel Sir Aaron Klug como «un paso clave en el estudio del origen de la banca». También ha publicado un libro sobre los orígenes del Islamismo (Islamismo: Desvelando el radicalismo, ed. Lid).

En 2009 creó la ONG Financieros sin Fronteras ([www.fsf-ngo.org](http://www.fsf-ngo.org)). Desde 2002 es profesor asociado en el IE. Votado mejor profesor del *Master in Financial Management*, 2006. Votado mejor profesor del *Master in Finance*, del IE en 2014.

## «España es en 2014, como Alemania en 2004»

Ignacio de la Torre ha redactado dos informes en Arcano sobre la economía española que han llamado mucho la atención. El primer informe, publicado en octubre de 2012 fue el primero en recomendar, activamente, la inversión en España\*. Fabrica sus tesis con total libertad de movimientos y sin dar un respiro, con el único interés de aportar una dosis de confianza sobre España a los clientes de dicha entidad. En ese sentido, sostiene que tienen la oportunidad apropiada para apostar por España.

**El informe «España 2014=Alemania 2004» dice que España afronta 2014 con perspectivas parecidas a la Alemania en 2004, ¿por qué?**

Porque España es como Alemania en 2004, una gran potencia exportadora y, precisamente, ahora solo nos supera ese país en términos de exportaciones sobre PIB. España ha demostrado que la exportación es un vector de crecimiento. En segundo lugar, porque el consumo y la inversión, que llevaban en signo negativo tres años, han entrado en positivo en otoño, lo que va a suponer que el PIB [Producto Interior Bruto] empiece a crecer en términos del 1% o más. Es decir, pasamos de recesión a crecimiento igual que en Alemania en 2004. En tercer lugar, porque la economía alemana en 2004 fue capaz de crecer sin que lo hiciera el crédito. La economía española consistía básicamente en inyectar crédito para la construcción y crecer. Ese modelo es cancerígeno. Ahora tenemos un modelo productivo capaz de crecer sin necesidad de



**Alemania fue capaz en sus reformas estructurales de ajustar en siete u ocho puntos su saldo de cuenta corriente. En España llevamos doce puntos de ajuste en cinco años**

\* <http://www.arcanogroup.com/sala-prensa/presentaciones-informes/>



**El sector inmobiliario ha dejado de contagiar al financiero, ese efecto negativo se ha acabado y España ha empezado a exportar al resto del mundo. Todos los círculos viciosos que estaban en contra se han dado la vuelta y se han convertido en virtuosos**

aumentar desproporcionadamente el crédito. Eso es muy relevante, la intensidad de crédito puede permanecer estable y seguir creciendo el PIB, porque sectores como el exportador no dependen del crédito como el constructor. Ese es otro paralelismo muy claro con Alemania. Y cuarto, porque Alemania fue capaz en sus reformas estructurales de ajustar en siete u ocho puntos su saldo de cuenta corriente. Un movimiento histórico que muy poca gente creía que se pudiera hacer en un país, sin devaluar su divisa, porque ya había dejado el marco. En España llevamos doce puntos de ajuste en cinco años, es decir, más que los alemanes. Nos vamos a situar a futuro con un superávit de cuenta corriente de tres o cuatro puntos, el segundo más importante en términos de PIB de occidente.

#### **¿De verdad hemos salido de la recesión de forma definitiva?**

Sí. Al final la salida de la recesión en 2010 era en falso, porque seguía habiendo un sector financiero con balances irreales. Un sistema financiero así no presta, como se ha visto en Japón. Un balance falso genera contagio so-

berano y si el soberano tiene tipos de interés muy altos, se reflejan en el conjunto de la economía. Sin un sistema financiero sano es imposible que la economía funcione. Y en la actualidad, después de la reforma, es verdad que tenemos un sistema financiero sano. El sector inmobiliario ha dejado de contagiar al financiero, y este solo tiene 100.000 millones de exposición inmobiliaria frente a 400.000 hace año y medio. De esta forma, ese efecto negativo se ha acabado mientras que España ha empezado a exportar masivamente al resto del mundo. Todos los círculos viciosos que estaban en contra se han dado la vuelta y se han convertido en virtuosos. El mayor riesgo que afrontamos ahora es la aceleración de costes, no la vuelta a la recesión.

#### **¿Y el consumo repunta?**

Entró en positivo en el tercer trimestre de 2013 y en el cuarto fue más fuerte. El crecimiento del 0,3% supera al de la zona euro, que ha sido del 0,2%. La realidad es que España ha crecido más que Europa y los indicadores dicen que va a crecer más que Europa. El indicador de servicios español marca el mejor nivel desde 2007.



### ¿Y cuánto estamos creciendo?

Los incrementos interanuales desde septiembre superan bastante a lo que está pasando en Europa. La venta de coches se está recuperando y la otra palanca clarísima de cambio va a ser la construcción. Ahora estamos construyendo 35.000 casas al año, un tercio de las cifras de 1959, cuando había 35 millones de habitantes en España. La construcción de hogares empezará a crecer de forma marginal porque hay zonas donde se está agotando la vivienda disponible. Si se están vendiendo 340.000 casas al año y se construyen 35.000, quiere decir que para mediados de 2015 se debería alcanzar un ritmo de construcción media de 250.000 casas, que es la media histórica.

### ¿Y qué otros barómetros hay?

La clave es escuchar los PMI<sup>1</sup> (índice de gestores de compras, que refleja la situación económica de un país basándose en los datos de las empresas más significativas), pues es el mejor indicador para predecir el futuro de un país. Las bolsas y los bonos se mueven con los PMI, y esos dicen que desde primavera del año pasado se ha ido mejorando rápidamente alcanzando

do niveles superiores a la zona euro y a China. Siendo 50 la media, el PMI español se sitúa en 54, el chino en 50 y el de la Eurozona en 52.

### ¿Y el Gobierno lo tiene en cuenta, considera más la opinión del FMI, o decide a su criterio?

Una cosa es la implicación política de un pronóstico del Fondo Monetario Internacional (FMI), aunque los técnicos miran el PMI. En 2007 las agencias de *rating* decían que la economía en España era perfecta porque bajaba el desempleo y la morosidad, y nos otorgaban la clasificación de triple A. Yo, sin embargo, les decía a mis clientes que no invirtieran aquí y lo hicieran en Alemania, por los riesgos que tenía y por lo que señalaba el déficit de cuenta corriente (el segundo mayor en el mundo, en terminos absolutos), el *boom* constructor, el incremento crediticio. Eran señales muy alarmantes. Son las mismas que ahora percibo en Brasil y en las economías emergentes.

### Y no se equivocó.

No. Defendí lo contrario que ahora. Veía la situación contraria. Sin embargo en este tiempo de reformas me fui generando una opinión muy positiva sobre España. En el momento que los

**El FMI decía en 2007 que la economía en España era perfecta porque bajaba el desempleo y la morosidad, y nos otorgaban la calificación de triple A**

<sup>1</sup> PMI: *Purchasing Managers Index*.

## ¿Volvemos a los niveles de consumo del comienzo de la crisis?

Sobre el consumo, vemos que se reactiva y que se vuelven a iniciar los circuitos de contratación de personas y de compra de inventario y exportaciones. El consumo se va a normalizar. En 2012 era anormalmente bajo, fueron los peores datos desde que en 1971 se empezaron a recoger. Se conjugaron siete factores que generaron una debacle impresionante:

- ▶ subieron el IRPF y el IVA;
- ▶ se perdieron 500.000 empleos
- ▶ la reforma laboral generó un 3,5% de reducción de sueldos nominales, lo que no había ocurrido nunca
- ▶ se quitó la paga extra de los funcionarios
- ▶ la inflación estaba en el 3%, lo que reduce el poder de compra
- ▶ se hundió la confianza del consumidor

En 2013 y 2014 esos factores se están normalizando, lo que favorece la recuperación:

- ▶ volvió la paga extra
- ▶ la inflación está en 0,3%, lo que ha dejado 18.000 millones de poder de compra adicionales
- ▶ se ha dejado de destruir empleo y se está empezando a crear en términos brutos, lo que se traduce en confianza del consumidor, que está en los mejores niveles de los últimos tres años
- ▶ ya no hay más subidas de impuestos y la gente empezará a anticipar bajadas en 2015.



Mercado de San Miguel, Madrid, España © Tupungato / Shutterstock.com

datos del seguro de crédito español estaban en niveles superiores a los de Egipto, vi que había algo que no funcionaba. ¿Cómo era posible que un país como Egipto, sin clase media, pudiera ser más seguro para invertir que España? Eso me animó a escribir el informe. Desde entonces ha llegado mucha liquidez a España. Si a un enfermo le das el tratamiento adecuado, mejora. Nuestro diagnóstico se conoce y el tratamiento es la liquidez; si no llega la liquidez a la economía, el enfermo no va a reaccionar. Y la gente no es consciente de la masiva entrada de liquidez que está llegando. Eso es lo que explica que se estén acelerando los parámetros económicos a seis meses. Es una ecuación directa, por lo que es muy difícil predecirlo en un modelo econométrico. Debido a esta liquidez, el PIB está por encima de las pensiones.

### ¿El crédito se estabilizará?

Desde noviembre, los datos demuestran que el crédito del sector bancario se ha estabilizado, lo que importa es que el saldo de nuevo crédito está subiendo, lo cual es muy buena noticia porque ha ocurrido mucho antes de lo que la gente preveía. Lo que digo en el informe es que



Passeig de Gràcia, Barcelona. España

es un error de los economistas y de las técnicas econométricas, que sólo se fijan en el crédito bancario, porque lo que está en auge es el crédito no bancario. Por eso hablo de bonos y financiación directa, que son ya más de 85.000 millones (8,5 puntos del PIB). Si se tiene en cuenta la financiación de bancos extranjeros a empresas españolas, que se está estabilizando el crédito bancario y que se está disparando la financiación no bancaria, todo se traduce en que 2014 va a ser el primero en el que la financiación va a dejar que crezca el PIB. Lo que ha cambiado es la financiación. Las empresas emiten bonos y se les ayuda a hacerlo habilitando el mercado alternativo de renta fija. Queda la incógnita de las compañías pequeñas. La solución, que es europea, es abrir los mercados de titulización mediante préstamos pymes. Se está trabajando en esa dirección. Se está enfocando el crédito hacia la empresa pequeña, lo que es vital para la economía.

#### ¿Qué opina de la financiación no bancaria?

Las estadísticas dicen que España tiene un 91/9 entre financiación bancaria y no bancaria, lo que contrasta con el 50/50 de Europa. Y en

EE.UU. y Reino Unido es el 20/80. Vamos hacia la media de Europa, pero creo que para 2020 estaremos en 65/35. Eso ocurre porque cuanto más tejido pymes hay, menos financiación se puede tener no bancaria. Para los bancos no es malo y para las empresas es mucho mejor porque van a poder invertir más al disfrutar de más posibilidades y crear empleo. Se pueden financiar a través de un mercado o sin pasar por un mercado. Se tiene financiación tradicional emitiendo bonos en sus distintas fórmulas, y operaciones de financiación directa en las que un *hedge fund* presta directamente. Ahí juegan un papel muy importante las aseguradoras, que pueden entrar a realizar ellas las operaciones que hacen los *hedge funds*.

#### ¿Podemos empezar a pensar que volveremos a los años gloriosos o no?

Lo que iremos recuperando es normalidad en demanda interna: 250.000 viviendas; 1,2 millones de coches; un sector exportador que mantiene su tasa en el 35% del PIB; superávit por cuenta corriente, lo que es muy importante frente al déficit que había en 2006. Si en 2018 viera la economía con un déficit de siete pun-

**La regulación debería haber sido más contracíclica, es decir, los años buenos forzar aún más el incremento de provisiones y aumentar el capital de los bancos para limitar el aumento crediticio y, en los malos, lo contrario; o sea, relajar los requisitos para que presten más**

Que estemos exportando 35 puntos del PIB es mérito del español, que se ha recorrido el mundo para colocar nuestros productos. Hemos dado una lección exportadora al resto del mundo



tos, construyendo 600.000 casas y consumiendo 1,8 millones de coches diría que había que salir corriendo.

#### ¿Por qué no hay ya un riesgo sistémico?

El riesgo sistémico existe cuando se aúnan un problema de *stock* de deuda y un problema de flujo. El flujo es negativo, es decir, el endeudando crece cada año y encima se tiene un *stock* de deuda elevadísimo. España tenía ese problema. Ha cambiado en que ha entrado en superávit por cuenta corriente y poco a poco el sector privado se ha ido desapalancando. Se ha observado una reducción de deuda en los hogares y en las empresas mucho más rápida de lo que se esperaba. Hay un convencimiento de que la deuda pública se va a atajar en 102 o 103 puntos y el PIB nominal va a empezar a crecer más rápido que la deuda. Es muy alta, pero lo importante es que se estabilice. Si a eso se suma que el sistema financiero ya no tiene balances falsos, lo que era un problema muy relevante, y el hecho de que las posiciones en el sector inmobiliario se han

reducido, quedan muy pocos focos de infección para engendrar ese riesgo sistémico. Al respecto, lo que digo es que la regulación debería haber sido contracíclica, es decir, los años buenos forzar el incremento de provisiones y aumentar el capital de los bancos para limitar el aumento crediticio y, en los malos, lo contrario; o sea, relajar los requisitos para que presten más.

#### Usted dice que lo peor de la financiación ya ha pasado. ¿En qué se basa?

Los datos dicen que el volumen de créditos al sector privado ha dejado de caer. Si se tiene en cuenta el hecho de que lo que explica el PIB es el flujo nuevo de crédito (la derivada) y no el *stock*, ya podemos afirmar que la financiación está acelerando el crecimiento económico. Ese es el punto de inflexión frente a 2007. La pyme será la última en recibir este flujo. La tragedia es que nuestro tejido productivo tiene muchas «pes» y pocas «emes», lo contrario de lo que ocurre en Alemania. Nuestra gran cruzada debería ser aumentar las «emes» por-

que se financian mejor y porque exportan, y, así, sube la productividad y podrían subir los salarios.

### ¿Y qué riesgos hay a corto y medio plazo?

El más evidente es el de la subida de tipos de interés. El escenario actual muestra que estamos en un punto bajo de inflación, y por lo tanto, los tipos van a seguir bajos. Si ese escenario no se cumple y aparece inflación antes de lo que se estima en EE.UU. y empiezan a subir los tipos a corto y a largo, eso sería muy grave para España porque tendría que pagar esa financiación, lo que deja menos dinero para consumir. Otro riesgo es que, en caso de que entráramos en deflación, se generaría más carga, lo que implicaría menos libertad para consumir. Hay un riesgo político asociado: en el momento en que mejoren las cosas, la voluntad de hacer reformas se reduce y aumenta la complacencia. Dicho esto, la mayoría de las reformas se han hecho, solo queda la fiscal.

### Pero se va haciendo poco.

Se han reducido 500.000 empleos públicos, están subiendo las pensiones y los sueldos de los funcionarios por debajo del PIB nominal. Pero España tiene todavía un déficit fiscal primario muy relevante, cosa que Italia no tiene, por ejemplo. No se han hecho las cosas de una forma equilibrada entre el sector privado y el público. Hay otro riesgo asociado a la financiación, aunque lo más peligroso ha pasado ya. Y existe el del déficit fiscal, que se confunde con el estructural. Si te toca la lotería no contratas a dos mayordomos. La lotería toca una vez y los mayordomos cobran todos los meses. Eso fue lo que hicieron los políticos españoles con los 40.000 millones que se recaudaron con el *boom* inmobiliario (o sea, de naturaleza irregular), que nos lo hemos gastado entre 2003 y 2007 en gasto regular. Y eso se arregla con subida de impuestos para siempre o reducción de gastos para siempre. Nos queda un déficit estructural de 22.000 millones de déficit fiscal estructural por arreglar.

### ¿No es un suicidio el traspaso de capacidad productiva a terceros países?

Reino Unido entendió que había que hacer servicios y Francia le siguió. Pero Alemania ha tenido razón. En España si hay algún sector que va a prosperar es el industrial. Cuando llegó la

## ¿Persisten los mitos sobre la economía española?

Los mitos existen porque hay afirmaciones que se repiten muchas veces tanto fuera como dentro de España. Sin embargo, cuando el país consigue superávit por primera vez apenas se le da publicidad en los medios. Una parte del mercado financiero se puso corta en bonos españoles en primavera de 2011 y ese año y el siguiente se multiplicó la información negativa sobre España diciendo que va a quebrar. Y luego todo el mundo empieza a repetir esa información y a generar el círculo vicioso de que España va a quebrar, cuando la última vez que lo hizo fue en 1883. En otoño de 2012 la gente empezó a poner sentido común a todo este *behavioural finance*.

democracia suponía treinta y cinco puntos de PIB y ahora son catorce. Estamos mejor que EE.UU. en cualquier caso; pero claramente España se va a convertir en la fábrica de Europa porque tenemos una alta competitividad en costes laborales y una productividad elevada. Lo malo es que la creación de empleos asociada al repunte industrial no es tan alta como si se construyeran casas. Es decir, la alta productividad crea menos empleo.

### ¿Se podía incluir la corrupción entre los riesgos?

Estamos sufriendo las consecuencias de los desmanes que se hicieron en los años del *boom* inmobiliario. Cuando baja la marea se ve quién se queda al desnudo. En Alemania hubo problemas de corrupción gravísimos, pero como son intolerantes, se solucionó, mientras en España somos, como en Italia, más tolerantes. En Alemania todo el mundo cree en las instituciones, aquí menos. Y eso es muy grave y un gran riesgo. Ahora la sociedad española está siendo extremadamente beligerante contra estos casos. Lo que es muy bueno.

### El Gobierno estará satisfecho con sus conclusiones, ¿no?

Supongo que sí, pero yo pienso que aparte del Gobierno, el mérito es de la sociedad española; que estemos exportando 35 puntos del PIB es mérito de que el español se ha pateado el mundo para vender, y ese éxito no corresponde a la política, sino al heroísmo de nuestros exportadores. Hemos dado una lección al resto del mundo.

**El escenario actual muestra que estamos en un punto bajo de inflación con tipos bajos, que si empiezan a subir los tipos a largo, sería muy grave para España porque tendría que pagar esa financiación, lo que deja menos dinero para consumir**