



FOTOS: FERNANDO MORENO

De izda. a dcha.: José García Abad, editor de EL NUEVO LUNES; Juan Pedro Marín Arrese, analista económico y profesor del IEB (UCM); Jose Luis Martínez Campuzano, portavoz de la Asociación Española de Banca (AEB); Nicolás López, director de Análisis de M&G Valores, y Manuel Tortajada, redactor de EL NUEVO LUNES.

Durante los últimos Desayunos de EL NUEVO LUNES, los expertos reunidos han analizado las líneas fundamentales por las que discurrirán los próximos Presupuestos Generales del Estado. De momento se conoce el techo de gasto y la subida de impuestos que el Gobierno pondrá en marcha, pero las grandes cuentas del país están

a la espera de que finalice la negociación con los diferentes partidos políticos que permitan su tramitación parlamentaria. Para los expertos, y por lo conocido hasta la fecha, serán unos Presupuestos continuistas que intentarán congelar el gasto y reducir el déficit a través de la subida de impuestos especiales y Sociedades.

La reducción del déficit y la deuda, asuntos claves

Los expertos apuestan por unos Presupuestos continuistas

■ Manuel Tortajada

Los expertos reunidos en los Desayunos de El Nuevo Lunes consideran que las líneas generales de los Presupuestos serán continuistas con las políticas llevadas a cabo por el anterior gobierno de Mariano Rajoy y que irán por la senda de congelar el gasto y reducir el déficit vía subida de impuestos especiales y Sociedades.

En este sentido, **Juan Pedro Marín Arrese, analista económico y profesor del IEB (UCM)**, considera que los Presupuestos se presentan más imprevisibles que otros años en la medida en que hay una oposición mayoritaria y más fuerte en el parlamento que va a dificultar la toma de decisiones. "Como todos estos últimos años, en especial desde que se empezó con los ajustes presupuestarios en serio, el margen de inventiva para las cuentas del país es cada vez más estrecho. En la actualidad, prácticamente nulo. Antes existían epígrafes de gasto que podían recortarse puesto que era gasto discrecional pero hoy ese capítulo está agotado. En este sentido, el margen es muy estrecho y la única posibilidad para cubrir el agujero de los 5.000 millones, o los que sean, de desviación es incrementar los ingresos".

En este punto se refiere al anuncio de la subida de impuestos realizada desde el gobierno. "Es cierto, por ora parte, que la subida de los impuestos especiales es una medida polémica. Pero es más polémica la del Impuesto sobre Sociedades. Todo dependerá de si es una medida transitoria, como pueden ser los pagos a cuenta, o se van a

tomar medidas de mayor calado como la limitación de compensación de pérdidas, que pueden tener mayor repercusión".

Marín Arrese se refiere a la reforma del Impuesto sobre Sociedades que el Gobierno negocia con Ciudadanos, el partido que preside Albert Rivera, que baraja una limitación a la compensación de pérdidas de ejercicios anteriores. Con

carácter general, las empresas tributan el 25% sobre el beneficio obtenido en el año. Pero este se puede reducir si se descuentan pérdidas acumuladas en los ejercicios anteriores. Las empresas españolas han acumulado enormes pérdidas durante la crisis (sobre todo, los bancos) y aunque ahora empiezan a obtener beneficios, la compensación de pérdidas está frenando la

recaudación.

Nicolás López, director de Análisis de M&G Valores, considera por su parte que "es difícil esperar grandes variaciones en los Presupuestos teniendo en cuenta la necesidad de cumplir los objetivos de déficit que tiene España" y, por lo tanto, espera que sean unos presupuestos "continuistas". "Por un lado -explica- el Gobierno no está

por la labor de recortar gastos y, por otra, la oposición se lo va a poner fácil puesto que tanto Ciudadanos como el Psoe son partidarios de que como mínimo se mantenga el actual nivel de gasto".

"De hecho el techo de gasto se sitúa en 118.000 millones de euros que suponen 5.000 millones menos que el año pasado, pero que es lo que realmente se ha ejecutado. Es decir, se va a mantener el nivel de gasto del año pasado. Teniendo en cuenta que hay partidas de gasto que están bajando como es el caso de intereses que el Estado paga por la deuda y las prestaciones por desempleo, ect...el Gobierno siempre puede recuperar algo para incrementar el gasto social que es una de las prioridades de Ciudadanos por lo que sabemos que están negociando con el PP. Y eso para el PP vende bien y seguro que algún gesto habrá en ese sentido".

Para quienes consideran que es insuficiente, Nicolás López explica que "en España, casi todo el ajuste del déficit se está haciendo poco a poco, en función del crecimiento de la economía, salvo el último recorte fuerte de hace ya varios años".

A su juicio, lo que se busca es "congelar el gasto y que el propio crecimiento de la economía vaya logrando el milagro. Es cierto que tenemos todavía un pequeño desfase que son los 5.000 u 8.000 millones de déficit de los que se habla que hay que cubrir. Y eso va hacer sobre todo vía subidas de los impuestos especiales y del Impuesto sobre Sociedades". En la actual coyuntura, López apunta que "el gobierno podría tener a favor que el beneficio de los resultados empresariales de las empresas en España va a ir claramente a mejor. Si vemos su evolución cíclica, seguimos estando en unos niveles de beneficios bastante menores a los obtenidos en el anterior ciclo alcista. Por supuesto que no volveremos a ellos en muchos años pero si es previsible que sigamos con una recuperación de los beneficios que refuerce el efecto de lo que se pueda tocar".

Respecto a la posibilidad de que el Ejecutivo limite las deducciones de las pérdidas empresariales de otros años, Nicolás López considera que se trata de "un tema muy importante" porque hay mucho dinero en juego. En particular, en el sector bancario que lleva años pagando poco.

En la actualidad es posible compensar sin límite pérdidas hasta un

El referéndum agita a Italia

■ Italia afronta el resultado del referéndum sobre la reforma constitucional que, entre otras cosas, incorpora la supresión de la función legislativa del Senado y que fue aprobada por el Parlamento el pasado 15 de abril.

El desenlace mantiene en vilo a Italia y al resto de Europa. No en vano, el Banco Central Europeo está preparado para aumentar de forma temporal sus compras de deuda italiana si se viera afectada de forma importante, lo que a su vez podría extenderse a otros bonos europeos.

El BCE contrarrestará así cualquier incremento de los rendimientos de los bonos tras el resultado de la votación, intentando sofocar la volatilidad y

apoyando la estabilidad de los precios de los bonos más afectados por la volatilidad..

En este escenario que ha marcado la evolución de los mercados financieros en Europa en la última semana, Jose Luis Martínez Campuzano reconoce que "el referéndum italiano hasta ahora se consideraba algo menor, pero es cierto que la inquietud abre incertidumbres, sobre todo si Renzi dimite. En cualquier caso "no como para pensar que una coconvocatoria electoral pudiera sacar a Italia del Euro", explica.

Lo cierto es que Europa se venía preparando para un terremoto en los mercados. El Banco Central Europeo (BCE) está listo para intensificar

temporalmente sus compras de bonos soberanos de Italia en caso de que el resultado del referéndum provoque perturbaciones, causando un significativo repunte de los costes de financiación del país transalpino. El BCE podría emplear su programa de compras de 80.000 millones de euros al mes para atenuar cualquier repentino repunte del interés tras la votación.

El referéndum italiano es visto como la mayor amenaza a Europa desde el referéndum de Reino Unido sobre la permanencia en la UE en junio pasado. El temor es que un voto contra el gobierno desate una cadena de eventos que lleve a Italia -miembro de la UE desde sus

comienzos- a abandonar el euro.

A pesar de ello, para Martínez Campuzano "puede haber inestabilidad y riesgos en el sector financiero teniendo en cuenta la situación del sector allí pero es difícil pensar que Italia pudiera abandonar el Euro".

El gran temor es que el referéndum italiano desemboque en nuevas tensiones en el mercado. Es cierto que Italia no acudirá a las urnas para votar sobre su permanencia en la Unión Europea, sino que ha sido convocado para determinar si acepta una reforma constitucional que, entre otros cambios, promoverá una modificación en las funciones del Senado. A

pesar de que la consulta no preguntará a los italianos sobre sus preferencias europeas, algunos expertos sí entrevén en el referéndum cierto parecido con el Brexit. Si la opción mayoritaria es la del rechazo a la reforma, se interpretaría como una victoria de las fuerzas populistas. Las mismas que, al otro lado del charco, han llevado a Donald Trump al frente de la Casa Blanca.

"Puede haber inestabilidad y riesgos en el sector financiero pero es difícil pensar que Italia salga del euro", según Campuzano



Nicolás López: "Es difícil esperar grandes variaciones en los Presupuestos teniendo en cuenta la necesidad de cumplir los objetivos de déficit que tiene España"

"Una vez que la economía está creciendo y tiene una dinámica de creación de empleo, debemos aprovechar para seguir reduciendo el déficit"

millón de euros. Las pérdidas superiores se limitan al 60% de la base imponible, pero no existe límite temporal en cuanto a su aplicabilidad.

Jose Luis Martínez Campuzano, portavoz de la Asociación Española de Banca (AEB) no espera un acuerdo en el "corto plazo". Recuerda que "en los últimos años hemos visto una política fiscal expansiva con la que los estabilizadores automáticos han funcionado, lo que significa que en el fondo la política fiscal es expansiva y la mayor recaudación vía impuestos se utiliza para reducir progresivamente el déficit. Eso es lo que en principio cabe considerar para 2017, con la salvedad de que para este año el ritmo de crecimiento de la economía será más moderado que el vivido en los dos últimos años".

Martínez Campuzano no lo espera pero le gustaría que se llevara a cabo "una verdadera reforma fiscal. En estos días hemos visto algunos estudios en los que la presión fiscal en España es algo más baja que en el resto de Europa, por lo tanto sería posible, como pide la Comisión Europea, un ajuste de impuestos". Sin embargo, "En España se habla

de cambios en el Impuesto sobre Sociedades cuando la Comisión pide modificar el IVA e impuestos directos e indirectos. Ya veremos si algún día hay consenso para llegar a ese ajuste".

Lo que también echa de menos es una política de inversión en investigación y desarrollo. Y recuerda que en España, "en los últimos años ha caído espectacularmente y se sitúa en niveles históricos. Por otra parte también necesitaríamos aprovechar toda la inversión que incor-



pora en infraestructuras el Plan Juncker. Más apoyo a las políticas activas de empleo. Y la educación es fundamental. No solo alcanzar un consenso sino dedicarle cursos".

En su opinión, "sería necesario imponer en Europa una política fiscal más expansiva, solicitada por activa y por pasiva por el BCE, y reformas estructurales que tomen el relevo de la política monetaria que está teniendo cierto éxito. Pero hay que tener en cuenta también, que la crisis del euro no se debe a las políticas de austeridad, sino a que el euro estaba construido por el tejadillo. Y por tanto cuando el crecien-

to era fuerte todo iba bien pero en momentos de bajo crecimiento la falta de integración fiscal y financiera sacaron a la luz las deficiencias de la Unión Europea".

A la pregunta de si sería más interesante para España en estos momentos una bajada de impuestos y mayor gasto público, **Nicolás López** responde con rotundidad que "no". "Ese tipo de políticas de entrada nos lleva a un déficit mayor. En España, una vez que la economía está creciendo y tiene una dinámica de creación de empleo, tiene que aprovechar para seguir reduciendo el déficit. No podemos mantener una senda de déficit creciente con la deuda en el 100% del PIB porque sería muy arriesgado. No creo que haga falta sobreestimar la economía que ahora mantiene un crecimiento muy equilibrado, con un crecimiento del consumo en línea con la renta disponible de las familias, con una tasa de ahorro que se mantiene aunque sea a niveles algo bajos, y un sector exterior equilibrado... En consecuencia, no creo que sea necesario forzar el crecimiento. Puede que a corto plazo el PIB crece más pero no sería oportuno".

Juan P. Marín Arrese: "En España no cabe otra alternativa que una política presupuestaria que tenga como objetivo fundamental reducir el déficit"

"En Europa hay margen para que países como Alemania sean más decididos a la hora de expandir sus economías"



Respecto a la posibilidad de poner en marcha políticas inflacionistas en España como las anunciadas por Donald Trump en Estados Unidos, **Juan Pedro Marín Arrese**, señala que "no conviene crear de forma artificial unas condiciones inflacionistas. De todas formas es imposible dadas las circunstancias actuales. Eso sería algo que se escaparía a la propia posibilidad de la política económica española. Es cierto que después de los anuncios del presidente electo de Estados Unidos, ha habido un incremento de las expectativas de inflación, un cambio en la curva de los tipos de interés que han tenido un efecto positivo para la Reserva Federal que se siente ahora más cómoda para iniciar su normalización monetaria. Hasta ahora estaba en una situación mucho más difícil, confrontada con unas expectativas de inflación muy bajas, una curva de tipos muy plana y que dejaba a la Fed toda la responsabilidad".

No en vano, como apunta Marín Arrese, "una política monetaria de signo tan expansivo y basada en tipos cercanos a cero no se puede mantener demasiado tiempo. Es muy útil como revulsivo para la segunda recesión que vivió Europa, por ejemplo, pero mantenerlo de forma permanente es muy nocivo porque crea incentivos perversos y porque la asignación de recursos se hace sin criterios claros. Se asume demasiado riesgo".

Además, "hoy en día, el problema no es tanto de que las expectativas de inflación sean demasiado bajassino que lo que refleja es que aún no hay una recuperación suficientemente sólida. Cuando esto se perciba esas expectativas van a crecer por sí solas. Hoy por hoy, aquí en España, no cabe otra alternativa que una política presupuestaria que tenga como objetivo fundamen-

J. L. Martínez Campuzano: "En Europa hay grandes países que están haciendo sus reformas poco a poco, como Italia o Francia, y luego hay otros que tienen margen para una política más expansiva"

"Aunque el desempleo está bajando son necesarias políticas activas de empleo frente a las pasivas que se han venido implantando"

tal reducir el déficit, entre otras cosas porque tenemos mucha deuda. El objetivo a medio y largo plazo es ir reduciendo nuestro nivel de deuda y buena parte se hará a través de un crecimiento del PIB nominal. Si crecemos más, si hay algo más de inflación eso nos ayudará bastante a reducir nuestros niveles de endeudamiento. Pero es importante que ese proceso se desarrolle de forma muy ordenada".

En cuanto a la situación y políticas practicadas por otros países europeos, **Nicolás López** explica que el caso de Francia, donde Fillon propone un programa más liberal, se puede decir que salió de la crisis de la mano de Alemania y su compartimiento del PIB fue similar pero ahora se ha encontrado con que no crece. Así como Alemania ha sido capaz de entrar en una senda del crecimiento del entorno al 2%, Francia se situó en el estancamiento como en Italia. Y lo que hay detrás de eso es que Francia no hizo el ajuste de Alemania en la década anterior".

Martínez Campuzano recuerda que "en Europa hay grandes países que están haciendo sus reformas poco a poco, como Italia o Francia, y luego hay otros que tienen margen para una política más expansiva como es el caso de Alemania. Y eso beneficiaría a España teniendo en cuenta que nuestro negocio exterior es un 60% Europa".

Marín Arrese considera que "hay margen para que países como Alemania sean más decididos a la hora de expandir sus economías. Pero hay problemas como, por ejemplo, el déficit estructural. Los avances en este campo son muy tímidos y muy fraccionados. Y los que se han producido han venido por la liberalización de la Unión Europea. Pero de carácter nacional han sido muy escasos. Y siempre han tropezado con grandes resistencias sectoriales y gremiales. Y este sería un paso importante".

La reunión de los Desayunos de El Nuevo Lunes se produjo antes de que el Consejo de Ministros del pasado viernes aprobase el techo de gasto y diese a conocer los detalles de la subida de impuestos especiales y del Impuesto sobre Sociedades, con su limitación de algunas deducciones, así como la compensación de bases imponibles negativas.

En este escenario, Juan Pedro Marín Arrese reconoce "un escenario de incertidumbre que de confirmarse sería utilizado por los especuladores en un momento en que pudiera ser presa fácil de un ataque que en función de la falta de respuesta por parte del propio país podría amplificarse. Ese es el principal temor. Cuando no hay una capacidad de reacción por parte del gobierno, todo puede pasar. De producirse un escenario contrario al actual Gobierno, no sabemos como puede terminar el asunto pero, desde luego, nada bien".

El otro temor es la situación de la banca del país. Hasta ocho bancos italianos se juegan su futuro. Los bancos italianos tienen 360.000 millones de euros en préstamos problemáticos

frente a los 225.000 millones de euros de capital en sus libros después de que los sucesivos reguladores y gobiernos no hayan logrado atajar el problema en los últimos años. El banco más antiguo del mundo, Banca Monte dei Paschi di Siena, es también uno de los más débiles de Europa, después de que pruebas de estrés impuestas por la Autoridad Bancaria Europea en julio mostraran que su fortaleza financiera se extinguiría si los mercados estuvieran bajo presión.

Las recapitalizaciones de varios sus bancos, siendo la más inmediata la del Monte Dei Paschi Di Siena por aproximadamente 5.000 millones de euros deberían anunciarse en estas semanas, pero la falta de confianza que surgiría en

caso de una victoria del "no" haría muy difícil que éstas se llevaran adelante desde el frente privado.

"De producirse un escenario contrario al actual Gobierno, no sabemos cómo puede terminar el asunto pero, desde luego, nada bien", asegura Marín Arrese

En este escenario, Nicolás López explica que "en Italia está el temor de la incertidumbre de si el populismo pudiera llegar al Gobierno. Eso es algo que existe. Pero no lo veo ahora como una amenaza a corto plazo. No pienso que puedan llegar a gobernar. Lo que sí es verdad es que al mercado el que haya una incertidumbre política

incrementa la prima de riesgo y genera una situación complicada. Más en un momento en que la banca italiana tiene que completar su saneamiento. Ahora está Monte Dei Paschi intentando sacar adelante una ampliación de capital pero luego van a venir detrás otros. Y colocar capital o venta de activos al banco malo italiano donde los inversores tienen que arriesgar pues es delicado".

Después de que los británicos votasen por el "brexit" y los estadounidenses eligiesen a Trump, el referéndum del 4 de diciembre en Italia parece cosa del destino.

Nicolás López asegura que "no veo catastrofes en los mercados. Que inicialmente sale el no y hay una volatilidad y genera algo de susto puede ser, pero luego las