



FOTOS: FERNANDO MORENO

De izquierda a derecha. De pie: José García Abad, editor de EL NUEVO LUNES; Nuria Díaz, redactora del mismo medio, y Juan Pedro Marín Arrese, analista económico y profesor del IEB. Sentados: José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup, y Nicolás López, director de Análisis de MG Valores.

Este mes de noviembre se cumplen dos años de la victoria del PP en las urnas y a la mitad de la legislatura, y con todo lo que ha llovido económicamente hablando, se impone hacer un balance crítico. Y eso es lo que han hecho los miembros de nuestro consejo de expertos, que se han mostrado de acuerdo en aprobar la gestión del Ejecutivo, pero resaltando que se trata de una nota que debe servir para alentar, porque aún queda mucho

por hacer, como profundizar en la reforma laboral y fiscal. A lo que hay que sumar las reformas en el seno de la Unión Europea, de las que nuestro crecimiento depende en última instancia. En esta ocasión, hemos contado con las opiniones de Nicolás López, director de Análisis de MG Valores; José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe de Citigroup, y Juan Pedro Marín Arrese, analista económico y profesor del IEB.

**Pero señalan que, en el ecuador de la legislatura, aún están a medias reformas como la laboral y la fiscal**

## Los expertos dan un aprobado al Gobierno

### ■ Nuria Díaz

El 20 de noviembre de 2011, el Partido Popular ganaba por mayoría absoluta las elecciones generales, y antes de las navidades, se formaba un nuevo Gobierno, con Mariano Rajoy a la cabeza. Se cumplen así dos años de mandato popular, la mitad de la legislatura, y en términos generales, y pese a lo convulso de estos 24 meses, nuestros expertos coinciden en darle a este Gobierno un aprobado.

“Un cinco” -afirma Nicolás López, director de Análisis de MG Valores. “Este Gobierno se encontró una crisis peor de lo que se esperaba cuando ganó las elecciones en diciembre de 2011. En esa fecha, se estaba empezando a gestar la segunda recesión”- recuerda López. “El caso es que reconociendo que no lo han tenido fácil, también hay que señalar que, pese a que cuando llegaron al poder se veía lo que venía, no acabaron de asumir con rapidez la situación”-concluye.

En su opinión, y respecto a los dos grandes ejes de su política económica en estos dos años, pecaron de cierta lentitud. “Primero, en asumir que había una prioridad absoluta, que era reducir el déficit y también cierta lentitud en llevar a cabo la reforma del sector financiero”. Además, haciendo balance, por lo que respecta a la reforma laboral, señala

la que, al menos, han dado un primer paso positivo.

“Mi puntuación -repite- sería de un cinco, un aprobado. Hay que ser realista: uno no puede llegar al Gobierno y con una varita mágica tomar soluciones definitivas. En muchos casos han funcionado utilizando el sistema de prueba-error”.

“El tema del déficit sí creo que se ha hecho bien. Forzar demasiado el ajuste, sin ninguna contrapartida por parte de Europa, hubiera sido peor, no habrían llegado a nuestros días como de hecho le ha pasado a otros países de Europa”.

**Nicolás López: “Este Gobierno se encontró una crisis peor de lo que se esperaba cuando ganó las elecciones en diciembre de 2011”**

En cualquier caso, y pese a ‘disculpar’ los errores anteriores, la principal crítica que les hace el director de Análisis de MG Valores es se refiere a la reforma financiera. “La reforma financiera se ha hecho demasiado lenta, demasiados decretos sucesivos, no se ha presionado lo suficiente para reducir el sector, que creo que sigue siendo demasiado

grande. Este es uno de los factores que puede ralentizar la recuperación porque el crédito no termina de fluir.

Que queda da mucho por hacer es su reflexión final en este balance. “Por lo que respecta a la segunda parte de la legislatura, creo que no va a haber tanto ímpetu en las reformas. Creo que habría que dar un paso más en la reforma laboral, habría que profundizar habría que acabar de reducir la complejidad de los múltiples contratos y también la fuerte dualidad del mercado español”

Por su parte, José Luis Martínez Campuzano, estratega jefe

**J. L. Martínez Campuzano: “El Gobierno debe profundizar aún más en la reforma del mercado de trabajo”**

de Citigroup en España, reconoce que asignar una nota al gobierno es complicado, pero finalmente acaba coincidiendo con Nicolás López, en darles un aprobado, pero en su caso ‘aprobado alto’, puntualiza.

“Creo que dar una nota debe ser un factor para alentar a seguir tomando decisiones, porque los problemas de la economía espa-

ñola estén lejos de resolverse. Es cierto que hemos visto el suelo en esta segunda recesión, pero para que veamos un crecimiento sostenido hay que seguir viendo medidas, reformas y a nivel europeo tomando decisiones. Pensar que hemos hecho lo suficiente o que el tiempo solucionara los problemas, son manifestaciones un poco finalistas, poco lógicas y no nos ayudan”-señala. Y para muestra, un botón. “Voy a poner el ejemplo de EEUU, la economía donde más medidas de carácter monetario se han tomado y donde, exceptuando déficit y deuda, hemos visto más mejoras de los

**J. P. Marín Arrese: “Las medidas que no se ponen en marcha en el primer o segundo año de legislatura, ya no se ponen”**

problemas iniciales y, sin embargo, seguimos discutiendo si la recuperación económica es permanente. EEUU salió de la recesión hace tres años y aún no sabemos si su crecimiento sostenido”-explica Martínez Campuzano. “Por eso la Reserva Federal sigue tomando medidas excepciones que, por otro lado, cada vez lo son menos. Creo que

hay que ser honestos y modestos. Probablemente la economía española se enfrenta a un escenario de tímida recuperación, con riesgos encima de la mesa -algunos ni siquiera nos corresponden-, pero esto reafirma las medidas que debe tomar el Gobierno”.

### Mucho por hacer

Y no se resiste a poner sobre la mesa algunos asuntos que, aunque ‘vendidos’ como buenos, no lo son tanto. “El Gobierno debe profundizar en la reforma del mercado de trabajo. Los últimos datos solo nos indican que en lo único que se está mejorando es en la temporalidad. Eso no es una buena noticia. Además, nos ha favorecido un escenario internacional complejo para que nuestras cifras de turismo hayan mejorado. Eso tampoco es una buena noticia. Estamos viendo como el desempleo estructural crece. No es buena noticia. Por lo que respecta a las empresas, nos dicen que las medidas de reforma de la administración pública no van a ser observables hasta 2015, lo que tampoco es bueno”-señala.

Además, el estratega jefe de Citigroup, todavía ve muchos mensajes inciertos. “Por lo que respecta a la mayor flexibilidad, la unidad de mercado..., se han aprobado sí, pero no estoy muy seguro de que estén encima de la mesa. Además, hay que seguir profundizando en temas de fiscalidad, y por lo que respecta a la banca, aunque el sector financiero español es probablemente uno de los más transparentes de nuestro entorno, pero eso no significa que estén resueltos todos sus problemas”.

“En definitiva, -concluye- creo que hemos llegado a dos años de legislatura en que las medidas tomadas estaban muy dirigidas. Un aprobado alto, debe alentar a seguir trabajando. El Gobierno progresa adecuadamente, pero hay que continuar”.

En este punto, el analista económico y profesor del IEB, UCM, Juan Pedro Marín Arrese, coincide en que es difícil poner nota “porque no se trata de un peso y una medida única, sino que depende en gran medida del contexto. Para mí es bastante revelador que en las últimas elecciones, hasta el último minuto, el partido ahora en el Gobierno fuera con un programa que indicaba que esperaba encontrarse con otras condiciones económicas”.

“Su mayor mérito, eso sí, fue su realismo: tomar medidas a la vista de la gravedad de la situación”. Dicho esto, Marín Arrese, también tiene sus críticas: “de las medidas que tomó, algunas fueron más titubeantes, como el ajuste presupuestario del primer año, que se hizo en pequeños pasos”. “Además, las subidas fiscales quizá no fueron implementadas en buen orden. Pero es cierto, que el principal problema, el más urgente, que era acotar la sangría del déficit, lo hizo con mucha decisión”.

Marín Arrese señala que el gran programa reformista del Gobierno, incumplido en muchos aspectos, estuvo condicionado precisamente por esta necesidad de poner coto al déficit. “Y ya se sabe -señala- que las medidas que no se ponen en marcha en el primer o segundo año de legislatura, ya no se ponen”

En cualquier caso, el analista pone la lupa en las dos grandes medidas de reforma, que son la del sector financiero y la del mercado de trabajo. “En la reforma del sector financiero, tal vez hubo un poco de precipitación, quizá demasiado ruido, se pudieron hacer las cosas sin llegar a un



**Nicolás López: "Pecaron de cierta lentitud en asumir que había una prioridad absoluta, que era reducir el déficit y también en llevar a cabo la reforma financiera"**

**"Es importante que se complete la reforma fiscal, ajustándose a la situación actual, para que se mejore la recaudación sin aumentar la presión fiscal"**

coste tal elevado, en términos de falta de crédito y solvencia, lo que se evidenció a mitad del primero año. Eso en buena medida, es una cuestión que luego hemos padecido. Tanto el primer anuncio del agujero bancario, que a mi entender no se hizo acertadamente, como posteriormente la gestión de la crisis de Bankia, dejaron un cierto rastro en los mercados, y eso ha pesado luego negativamente"-explica.

"Por lo que respecta al mercado laboral, suscribo lo que ha dicho José Luis, de que es cierto que se dio un paso ineludible en la flexibilización, pero faltan piezas importantes, como el reforzamiento de la negociación colectiva a nivel de empresa, o un sis-

tema de contratación que haga que se cree empleo más estable". En su opinión, si se siguen fomentando contratos temporales y se facilita el despido, una parte importante de la población carecerá de confianza e incentivos para consumir. Y eso es algo que debería abordarse.

**Reforma de la administración**  
"En cuanto la reforma de la administración -continúa-, de alguna forma ya se ha hecho gran parte, pero ha sido más que reforma, recorte. Recorte del sueldo de los funcionarios, de gasto sanitario, de las pensiones...pero ha faltado ambición en lo que es una reforma integral, algo que ya parece difícil que se pueda abordar, porque hay que tocar temas muy sensibles.

En este punto, Nicolás López interviene para preguntar a sus colegas si, con el tema de Cataluña de fondo, y siendo necesaria como es esta reforma de las administraciones, no sería este el momento, de una ver por todas, de abordar el espinoso tema de si la organización territorial que tenemos es racional, es la que nos conviene. Se ha hablado de reducir las autonomías, devolver competencias, unir municipios...pero nada acaba de materializarse.

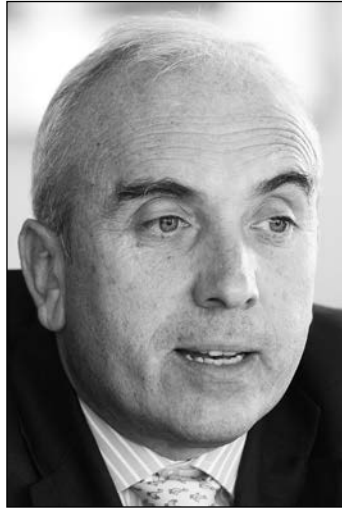
"El tema de los municipios, que sí se abordó -señala Marín Arrese, es muy costoso, lo que si puede hacerse es agrupar servicios municipales".

En este punto, Martínez Campuzano es pesimista. "En este tema de lo que se debería hablar es de la clase política, porque muchos de estos temas requieren para ponerlos en marcha de un acuerdo con el principal partido de la oposición. Son temas muy políticos, y estructurales, y hay que tratarlos a ese nivel, y sinceramente es muy difícil, y sobre todo con elecciones en dos años no creo que nadie se lo plantee como una prioridad. La dificultad de pactar nos puede pasar factura-concluye.

Hecho el repaso, **Martínez Campuzano** pone sobre la mesa un tema fundamental. "No hay que perder de vista algo que es fundamental, y es que está bien

que a nivel doméstico se tomen medidas, pero si no se ven acompañados de medidas a nivel europeo, los problemas que España está tratando de solucionar no podrán resolverse"- sentencia el estratega jefe de Citigroup. De hecho, el presidente del Eurogrupo, Jeroen Dijsselbloem, ya está advirtiendo de la complacencia de los políticos en algunos países de nuestro entorno. Europa debe aprobar medidas que avancen en la integración financiera, en la fiscal y en las medidas de control.

"Efectivamente -apunta **Marín Arrese**- hay que reconocer una vez más que somos receptores de los impulsos de fuera y segui-



**J. L. Martínez Campuzano: "El aprobado debe ser un estímulo que aliente a seguir tomando decisiones, porque los problemas de la economía española estén lejos de resolverse"**

**"Si las medidas a nivel doméstico no se acompañan de medidas a nivel europeo, los problemas que España está tratando de solucionar no podrán resolverse"**

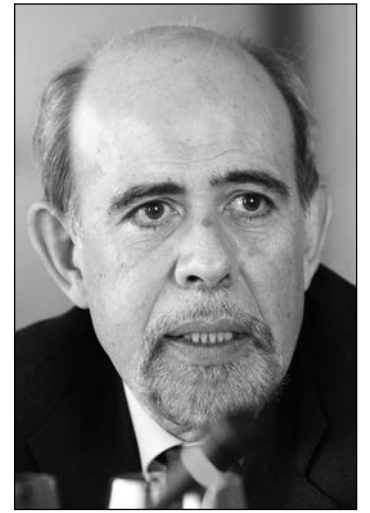
mos el ritmo que nos marca Europa, y más concretamente Alemania. El modelo que Alemania propone para Europa está basado en su propia experiencia: la de un país con una base industrial sólida, con una gran capacidad de exportación, y que hizo sus ajustes antes del momento tan crítico que ahora vivimos. Alemania cree en su bondad, cree que su modelo es el que todos tenemos que asumir, lo que pueda crear muchos problemas a los países periféricos, sobre todo por una difícil absorción de nuestro principal problema, que es el paro. Por eso es mucho lo que el gobierno ha realizado, pero es cierto que en definitiva no hay que olvidar que en buena medida la política económica viene dictada de Alemania".

**Prioridad: la confianza**

Con la vista puesta en la segunda mitad de la legislatura, y los asuntos prioritarios que el Gobierno debe asumir, Martínez Campuzano lo tiene claro: lo que debe primar es la estabilidad política. "Acabo de viajar por Latinoamérica, y a eso es precisamente a lo que los inversores de esa región dan más importancia. Y es precisamente la inestabilidad política lo que les hace desconfiar de países como Italia, con un Gobierno de coalición, y siempre al borde de la fractura". "A lo que los inversores dan valor en España es a que hay un gobierno con mayoría absoluta"-aclara.

Lo que le lleva a señalar que "lo que aún nadie se pregunta, pero llegar, es qué va a salir de las elecciones generales dentro de dos años. Por eso la cuestión está ahora en que el Gobierno tiene que buscar repetir la mayoría absoluta, o profundizar en las medidas reformistas que, sin duda, acabarán teniendo un coste social y político para ellos. La cuestión es que el Gobierno encuentre el equilibrio entre las necesidades imperiosas y la profundización en el cambio del modelo económico, y que dentro de dos años los inversores sigan percibiendo estabilidad política".

**Nicolás López** se muestra de



**J. P. Marín Arrese: "De las medidas que tomó, algunas fueron más titubeantes, como el ajuste presupuestario del primer año, que se hizo en pequeños pasos"**

**"Lo más importante es insuflar confianza. De hecho, ya se ha recuperado gran parte del susto que nos dieron los mercados y esto es importante"**

acuerdo en que el Gobierno debe seguir incidiendo en medidas que generen confianza en la economía. "No tienen posibilidad de hacer políticas activas de gasto y además Alemania ha dejado claro que ese no es el camino"-aclara. "Es importante que se complete la reforma fiscal, ajustándose a la situación actual, para que se mejore la recaudación sin aumentar la presión fiscal, que ya es demasiado fuerte. En un país como España, no es positivo que haya una competencia fiscal tan fuerte entre las distintas regiones. Pero lo que está claro es que seguimos teniendo un problema de recaudación y un coste de desempleo y de subvenciones muy alto y tiene que tender a reducirse".

Por su parte, Marín Arrese coincide en este diagnóstico. "Coincido en que lo más importante es insuflar confianza. De hecho, ya se ha recuperado gran parte del susto que nos dieron los mercados y esto es importante. Los pasos siguientes son difíciles porque el horizonte en los dos próximos años, en lo que respecta por ejemplo al ajuste presupuestario va a ser más complicado de lo que pensamos. El Gobierno deberá incidir en dos asuntos: por una parte, tiene un reto casi defensivo en el tema de los ingresos, porque hay un cierto riesgo de que se amplifique el debate sobre la financiación autonómica. Siempre que se ha abierto ese melón ha costado mucho dinero. Hay margen aun para ahorrar en las CCAA y en el estado central".

"En segundo lugar, -enumera nuestro experto- el Gobierno debe tratar de introducir elementos de mayor eficiencia en el sistema fiscal, porque hay margen, y de hecho podría convertirse en un elemento proactivo de crecimiento y recuperación. Hay muchas áreas en las que se puede avanzar hacia un sistema más simple que incluso favorecería la inversión extranjera porque es una maraña de normas y desgravaciones, etc... Hay 40.000 millones en distintas desgravaciones fiscales. Dice bien poco de la eficiencia de nuestro sistema".

## La banca española pasará los nuevos 'stress test'

■ En 2014 tendrá lugar un nuevo examen de solvencia a la banca europea en el que se analizará a los balances de 16 entidades españolas. ¿Podemos confiar en que pasarán esta nueva prueba? Según los analistas del consejo de expertos de El Nuevo Lunes, la respuesta es sí.

"La banca española ha sido el gran banco de pruebas de Europa"- afirma **José Luis Martínez Campuzano**. "De hecho, para el rescate de una gran parte de la banca se han tomado medidas, tan específicas, que se cree que son difícilmente sean replicables en otros países. Estoy convencido de que la situación de la banca española, con escenarios previsibles y de limitado deterioro, tiene un nivel de resistencia y solvencia superior a la media europea". "Ahora bien -apostilla- la

cuestión es cómo va a ser el escenario económico al que nos enfrentemos, y también el escenario europeo, porque esto no es una fotografía, es un escenario continuado, cambiante, en el que las previsiones se tienen que retroalimentar".

"Si el año que viene, por ejemplo, en lugar de crecer a un medio punto o a un punto, la economía vuelve a estar 'flat', es obvio que eso exigirá seguir provisionando, recapitalizando, y condicionará la oferta de créditos, con lo que la foto cambia. Pero podemos decir, que hoy, con la información que tenemos y las previsiones y escenarios más probables que manejamos, creo que la banca española no tendría que tener ningún problema.

**Nicolás López** es'ta de acuerdo con Martínez Campuzano, en que la banca española se ha saneado. "Pero claro, si la

crisis dura diez años más, apaga y vámonos". "Pero eso no va a suceder. Creo que realmente estamos tocando fondo y aunque sea despacio, creceremos, porque no hay experiencias históricas de recesiones tan prolongadas, ni siquiera de economías 'flat' por espacio de tiempo prolongado".

**De los círculos viciosos a los virtuosos**

En este punto, hay algo de discusión, porque el estratega jefe de Citigroup apostilla, "si que ha ocurrido, en Japón". "Pero Japón -contesta López- es otra historia. con un crecimiento y envejecimiento de la población muy fuerte, uan burbuja sin precedentes, una divisa que se apreciaba continuamente... Y aún así, si analizas la renta *per capita* en Japón en dólares, finalmente ha salido creciendo más o

menos". "No me parece que una vez que sales del círculo vicioso que es la recesión, y empiezas a crecer aunque sea poco, puedas estancarte. Además, ya hemos hecho lo más difícil".

**Marín Arrese** señala que el esfuerzo que se ha hecho es impropio y pro tanto no debería haber problemas de cara al futuro, pero claro, la banca es una foto fija que refleja más el pasado, y con retraso, que el futuro. El problema fundamental es recuperar la rentabilidad porque si no hay márgenes, si no hay recursos para "tapar" agujeros, incluso una morosidad relativamente pequeña puede generar problemas Y si generamos muchos recursos, sin embargo puede tener excelentes resultados si puedes generar un *cash flow* importante. Por lo tanto, asingnatura pendiente es la recuperación de la

rentabilidad y es un poco prisionera de la situación de los tipos actuales. Vamos a pasar durante una cierta fase, un ajuste más suave del que sería deseable.

La incógnita que se abre es saber si la carga de los deudores, esa masa muerta que hay en el balance, va a generar más pérdidas. Realmente, también en ese plano se ha avanzado bastante. En el desapalancamiento general del sector privado, sobre todo de los más hábiles y capaces ha sido muy rápido, tanto por resultados, como por venta de activos, líneas de negocio, etc. Pero es cierto que hay ciertas empresas atrapadas en el círculo vicioso de la refinanciación. Y ese es el único elemento un poco de debilidad que se va a despejar en uno o dos años. La foto que salga de las pruebas de resistencia del BCE no deberían ser malas.