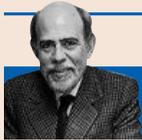


Opinión

Powell se muestra 'bullish' ante el Congreso



Juan Pedro Marín Arrese

En su primera comparecencia ante el Congreso de EEUU, Jerome Powell ha desmentido las sospechas de su designación como "paloma" útil para no interferir en los planes expansivos de Trump. Sin desvelar, como es obvio, el calendario de subidas de tipos, ha dejado entrever que se imprimirá un mayor ritmo de crucero. Su apreciación de las perspectivas de la economía estadounidense no deja lugar a la más mínima duda. Si el crecimiento alcanzó un 3% en la segunda mitad de 2017, Powell apuesta por un ritmo más acentuado en los próximos meses. Especialmente cuando se traslade de lleno el impacto de las rebajas impositivas y el gasto federal más elevado, a partir de 2019.

El mercado de trabajo seguirá aproximándose al pleno empleo cuasi-absoluto, bajando de la barrera del 4%. Fenómeno que se saldará con crecientes impulsos en las remuneraciones, movimiento alentado por la elevación de los salarios mínimos emprendida por diversos Estados a comienzos de este año. Si la inflación todavía permanece aletargada, no cabe descartar su brusco despertar. Perspectiva que, con razón, preocupa seriamente a la Reserva Federal, pues la experiencia demuestra su incapacidad para asegurar un *soft-landing*, confrontada a un calentamiento excesivo de la economía. Sus intentos de frenar en seco las derivas se han saldado siempre con bruscos parones en la actividad y elevados daños colaterales en el em-

pleo. De ahí, su empeño en adelantarse adoptando un endurecimiento preventivo que ahorre males mayores en el día de mañana.

Todo parece apuntar, pues, a una próxima subida en marzo. Después de un testimonio tan rotundo por parte de Powell, toda inacción se traduciría en abierto desconcierto para los mercados con su corolario de desmedida volatilidad. Sin embargo, si cabe anticipar que se acelere el ritmo de las subidas de tipos, el margen de maniobra para operar *sine die* este movimiento parece limitado. De entrada, los tipos neutrales de interés permanecen todavía anormalmente bajos, casi dos puntos porcentuales inferiores al nivel previo a la crisis.

Aun cuando constituyan meras referencias de compleja y, hasta cierto punto, arbitraria construcción, los miembros del FOMC prestan especial atención a este parámetro, forzadamente estable al depender ante todo de factores de lenta metamorfosis, como la evolución de la productividad y la población, o el apetito por los activos seguros. Mayor importancia cobra una curva de tipos que se mantiene marcadamente plana, ante la escasa prima asociada a

Los mercados apuestan por un escenario de tipos futuros no muy superiores a los actuales

los títulos a largo. Signo evidente de que los mercados apuestan por un escenario de tipos futuros no muy superiores a los presentes. Forzar excesivas subidas en tales circunstancias podría inducir una inversión de la curva, preludio y anticipo de una fase recesiva.

Conservar margen

La Fed afronta un serio dilema. Una actitud agresiva ahora le restaría margen para actuar cuando más lo necesite, previsiblemente en el próximo año. Quemar en el momento actual excesivos cartuchos le obligaría más tarde a realizar ventas masivas de títulos para drenar liquidez, emitiendo bruscas ondas expansi-

vas capaces de desestabilizar al mercado de deuda y, de paso, al financiero. Debe, pues, economizar su esfuerzo procediendo a un medido y gradual endurecimiento monetario. Debe, sobre todo, evitar verse arrastrada por las presiones de un mercado que apuesta abiertamente por un entorno de tipos sensiblemente más elevado. La hora de la verdad se producirá cuando confluya, a partir de 2019, un elevado ritmo de crecimiento con la aceleración propulsada por la rebaja fiscal y un abultado gasto público.

Mucho dependerá de cómo reaccione la inflación ante el cúmulo de factores que incitan a su dinamismo. Desde las previsibles subidas salariales hasta un afianzamiento todavía mayor de la confianza, pasando por el efecto riqueza si se cumplen los pronósticos de subidas en el precio los activos. Pese a este entorno favorable a la expansión, los precios están demostrando su renuencia a despegar. Un fenómeno que cabe achacar a una evolución de la productividad superior a la que registran los modelos de medición, prueba sin duda de un proceso de rápida transformación tanto en la oferta como la demanda. Influye también, en no poca medida, el papel del dólar como divisa internacional y la relativa escasa apertura al exterior de la economía de EEUU, factores que blindan frente a movimientos erráticos del billete verde. Si la inflación mantiene su actual perfil de moderación, la Fed se beneficiará de un cómodo colchón para operar su progresivo ajuste sin demasiados agobios ni excesivos riesgos de *crash-landing*. Crucemos los dedos para que así sea.

Economista



El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, durante su comparecencia en el Congreso de EEUU.

El TS cierra la puerta a la reclamación del ITP



Benjamín J. Prieto Clar

La Sala Primera del Tribunal Supremo (la Sala que resuelve los procedimientos civiles), en sentencia de fecha 23-12-15, señaló que la cláusula que establecía que correspondía al consumidor el pago de los gastos de hipoteca relativos al impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados era nula y por tanto debía correr con dichos gastos las entidades bancarias.

En una hipoteca media, los gastos del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales (ITP) suponen entre el 75% y el 80% de todos los gastos, siendo el otro 20%-25% los correspondientes a notaría, Registro y otros. Dicha sentencia entraba en contradicción con jurisprudencia pacífica del propio Tribunal Supremo, en este caso con la que había estable-

cido su Sala Tercera (la Sala que resuelve los procedimientos contencioso-administrativos) que había señalado en reiteradas veces que el pago del ITP correspondía al prestatario. Asimismo, diversos operadores jurídicos como la Dirección General de Registros y Notariado venían criticando la solución adoptada por la citada sentencia, por entender que chocaba frontalmente con la normativa que regía dicho impuesto y que imponía el pago del mismo al consumidor. Respecto a los otros gastos de una hipoteca, existe consenso generalizado de que es abusiva la cláusula que los impone al consumidor y por tanto es criterio asentado que deben ser soportados en todo o en parte por la entidad bancaria.

Con este panorama, las diversas audiencias provinciales venían aplicando criterios dispares hasta el punto de estar divididas casi por mitad entre las que dictaminaban que el ITP correspondía al banco y las que entendían que su pago co-

rrespondía al consumidor. No es de extrañar que hubiera expectación ante la anunciada segunda sentencia del Supremo sobre los gastos hipotecarios, firmada por el Pleno de la Sala, y que finalmente ha acordado por unanimidad que quien debe pagar el Impuesto de Actos Jurídicos Documentados de las hipotecas es el cliente y no la entidad financiera.

Realmente no se trata de una sentencia, sino de dos, cuyo contenido concreto todavía no conocemos, aunque si contamos ya con una nota informativa de la propia Sala que ha adelantado que, en los Recursos de Casación 1211/2017 y 1518/2017 (que consistían en sendas reclamaciones de consumidores contra cláusulas de sus escrituras de préstamo con garantía hipotecaria, que les atri-

Las audiencias estaban divididas casi por la mitad ante cómo dictaminar sobre el ITP

buían el pago de todos los gastos e impuestos generados por la operación), la Sala Primera finalmente sigue el antiguo criterio firmemente mantenido por la Sala Tercera.

Para entender el fallo de la sentencia es preciso recordar que la consecuencia de la nulidad de una cláusula abusiva es la inexistencia del pacto, que se expulsa del contrato con efecto *ex tunc*, lo que significa que esa cláusula nunca ha existido. Pero si la cláusula no existe, queda por despejar a quién le corresponden los gastos, circunstancia que, al no estar establecida en el contrato, no podrá suponer de forma automática la correlativa traslación de los gastos a la otra parte del contrato. Según indica la referida nota, el Tribunal ha partido de su propia jurisprudencia sobre la abusividad de una cláusula que, sin negociación y de manera indiscriminada, atribuye en todo caso el pago de los gastos e impuestos al consumidor.

El Tribunal Supremo sigue consi-

derando abusiva dicha cláusula, y se sigue posibilitando a los consumidores que recuperen lo abonado por otros conceptos, como Notaría, gestoría, tasación, Registro de la Propiedad, comisiones de apertura, etc.

La consecuencia final de esta esperadísima sentencia es que muchos afectados, que estaban esperando conocer el camino que finalmente marcaba nuestro más Alto Tribunal sobre este tema, desistirán de la reclamación de los gastos de hipoteca por haberse declarado que los que suponen el mayor importe, los impuestos, deben seguir siendo soportados por los consumidores, que en gran número no verán proporcionado iniciar un procedimiento para reclamar los gastos que suponen solo el 20% de las sumas satisfechas. En todo caso no está de más esperar a conocer el texto completo de ambas sentencias para ver si caben interpretaciones distintas a las aquí realizadas.

Socio de Andersen Tax & Legal

El autor sostiene que ninguno de los resultados de las elecciones italianas del próximo domingo supondrá una amenaza para la Unión Europea.

Las elecciones italianas y la recuperación



Bill Papadakis

Las elecciones italianas de este domingo han generado de momento poca preocupación en los mercados, ya que el riesgo alrededor de las mismas se ha reducido considerablemente. No obstante, no descartaríamos la posibilidad de un periodo de incremento de volatilidad tras las elecciones. También vale la pena señalar que la combinación entre una nueva ley electoral, un mayor número de votantes indecisos y unas encuestas con una trayectoria no muy brillante, hacen difícil prever un resultado fiable.

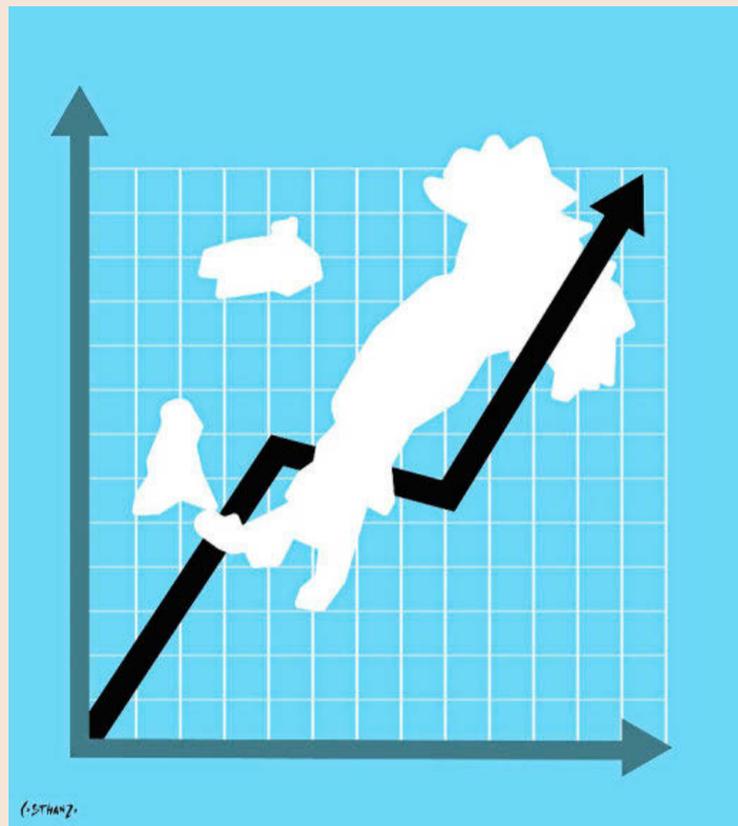
Hay tres bloques principales: la coalición de centro-derecha (liderada por el partido de Silvio Berlusconi, Forza Italia, y que incluye a los partidos más de derechas, Lega y Hermanos de Italia), la coalición de centro-izquierda (liderada por el Partido Democrático de Matteo Renzi, con otras pequeñas alianzas) y el populista Movimiento 5 Estrellas (M5S), que se presenta por su cuenta. Dada la naturaleza de la nueva ley electoral, traducir votos en escaños en la Cámara y en el Senado no es sencillo, pero una conclusión clave de las encuestas recientes es que el único bloque con una verdadera oportunidad para la mayoría es el centro-derecha.

Según las últimas encuestas, parece que esta coalición es la que va a obtener un mayor porcentaje de votos, alrededor de un 37%. La ley electoral favorece las coaliciones, por lo que su porcentaje de escaños tiende a ser más alto que su porcentaje de votos. Sin embargo, incluso teniendo en cuenta este efecto, los expertos sugieren que el centro-derecha necesitaría

obtener el 40% de los votos para tener una mayoría en el parlamento (de hecho, necesitaría una mayoría en ambas cámaras). Aunque ninguna encuesta le ha dado a la coalición un porcentaje tan alto, teniendo en cuenta que se encuentra sólo a unos pocos puntos porcentuales por debajo de este umbral, un rendimiento modesto en el día de las elecciones podría darle la mayoría. Por el contrario, M5S (a pesar de que las encuestas lo posicionan en torno al 27% y parece el favorito para obtener el mayor número de votos de un solo partido) está lejos de formar su propia mayoría. A la coalición de centro-izquierda también le dan alrededor del 27%.

Si el centro-derecha logra una mayoría, se abriría un proceso de negociación entre las partes que forman la coalición, siguiendo una dinámica determinada, en gran medida, por los votos que logre cada partido de la coalición. Asumiendo que Forza Italia obtenga más votos que Lega, como sugieren la mayoría de las encuestas, Silvio Berlusconi, quien no puede ocupar un cargo público debido a una condena por fraude fiscal, elegiría a su candidato preferido para el puesto de primer ministro. Probablemente una figura de aceptación mutua (como Antonio Tajani, presidente del Parlamento Europeo) que Lega aceptaría como líder. En este caso, esperamos un gobierno bastante moderado, en el que pierda fuerza el euroescépticismo, y en el que la reforma del mercado laboral, impuestos, pensiones e inmigración, se conviertan en el centro de atención. Aun así, existen divisiones profundas que separan a Lega y Forza Italia, y hay razones para creer que no están garantizadas la estabilidad de tal coalición y su capacidad para gobernar.

En el caso en que no haya un claro



ganador, el presidente, Sergio Mattarella, iniciaría la formación de gobierno, asignando el mandato al líder que considere más capaz de formar la coalición de fuerzas necesaria. Este proceso puede tener éxito logrando un gobierno que obtenga la confianza del parlamento, o podría conducir a unas nuevas elecciones si falla repetidamente y provoca un bloqueo.

Positivo para el mercado

Un escenario del que se ha hablado mucho es una gran coalición, con Forza Italia y el Partido Democrático como principales socios, apoyados por algunos aliados de centro más pequeños. Si bien esto se vería como positivo para el mercado (con una política que probablemente sería proeuropea y garantizaría la estabilidad) tendría una serie de obstáculos que superar antes. Esto incluiría llegar a algún tipo de acuerdo entre las partes (y líderes) que a menudo mantienen una postura hostil entre sí, la necesidad de un número suficiente de escaños controlados por partidos de centro para garantizar un voto de confianza y una figura de aceptación común como primer ministro.

El resultado menos preferido por los mercados financieros sería un gobierno de coalición liderado por M5S. Este también es, desde nuestro punto de vista, el escenario con me-

nor probabilidad: requeriría que los resultados del M5S sean superiores a los previstos en las encuestas actuales, un cambio en su postura frente a las coaliciones y una capacidad para encontrar puntos en común con otros partidos. A pesar de los comentarios sobre el euro de los líderes del M5S en el pasado, la postura del partido se ha moderado considerablemente con el tiempo. Ya no mencionan la salida del euro y la atención del partido se ha desplazado hacia cuestiones tales como la flexibilidad permitida por el presupuesto de la UE y la idea de los eurobonos.

Finalmente, si no se puede formar una coalición de gobierno, surgiría la posibilidad de nuevas elecciones. Italia, sin embargo, no tiene antecedentes de elecciones consecutivas, y no está claro que repetir las elecciones ponga fin al estancamiento. Aunque crearía incertidumbre, es poco probable que cause una reacción de mercado particularmente extrema dado que tal incertidumbre no sería una novedad en la historia política italiana. También es posible que, en un acuerdo negociado por el presidente, se forme un gobierno de carácter tecnocrático por un tiempo limitado.

Mientras tanto, creemos que el contexto económico limita los riesgos de las elecciones del 4 de marzo. La mejora notable en las perspectivas

macroeconómicas son evidentes en Italia, donde la recuperación se ha afianzado a pesar de haberse quedado detrás de la mayoría de las economías de la zona euro. Para Italia, una mejora del crecimiento nominal, combinada con un menor coste de interés (favorecido por las compras de activos del BCE) y un presupuesto en superávit primario (actualmente 1,5% del PIB) debería permitir que la relación deuda/PIB del país comience a caer.

Por otro lado, el sistema bancario está en vías de recuperación: los altos niveles de préstamos improductivos fueron una preocupación clave, lo que obligó al BCE a presionar para que se redujeran. El gobierno se ocupó de los problemas más importantes en 2017 y es probable que haya más progreso en los próximos trimestres.

La política rara vez es el motor más importante de los mercados financieros, aunque sin duda puede tener un impacto significativo, especialmente en los extremos. La historia reciente nos recuerda que los precios de los activos pueden reaccionar con calma frente a las turbulencias electorales, incluso si éstas se consideraban altamente arriesgadas antes de la votación, cuando el panorama macroeconómico general sigue siendo sólido.

Los escenarios extremos que rodean las próximas elecciones (es decir, salir del euro o la posibilidad de un referéndum sobre esta cuestión) son muy improbables. El euroescépticismo de M5S parece muy reducido, y las tendencias antisistema de Lega han ido perdiendo importancia desde que se convirtió en parte de la coalición más amplia de centro-derecha. También vale la pena considerar las condiciones más generales cuando se evalúa el equilibrio de riesgos: la capacidad de que un evento político negativo en un país pueda afectar la confianza en la zona euro es indudablemente más pequeña hoy de lo que era a comienzos de la década. Sin embargo, hay que tener en cuenta que es poco probable que las próximas elecciones generen un desarrollo económico positivo para Italia. Casi todos los escenarios incluyen incertidumbre, que en algunos casos puede prolongarse. Si bien creemos que el efecto neto de las elecciones del 4 de marzo es probable que sea más negativo que positivo, ninguno de los escenarios suponen un desastre para Italia, ni representan una amenaza existencial para la zona euro.

Estratega macroeconómico de Lombard Odier

Expansión

DIRECTORA ANA I. PEREDA

DIRECTORES ADJUNTOS: Manuel del Pozo y Martí Saballs

SUBDIRECTOR: Pedro Biurrun

Redactores Jefes: Mayte A. Ayuso, Juan José Garrido, Tino Fernández, Estela S. Mazo, Javier Montalvo, Emelia Viaña, José Orihuel (Cataluña), Roberto Casado (Londres) y Clara Ruiz de Gauna (Nueva York)

Empresas Yovanna Blanco / Finanzas/Mercados Laura García / Economía Juan José Marcos / Investigación Miguel Ángel Patiño
Emprendedores / Jurídico Sergio Saiz / Andalucía Nacho González / Comunidad Valenciana Julia Brines
País Vasco Marian Fuentes / Galicia Abeta Chas / Bruselas Miquel Roig / Diseño César Galera / Edición Elena Secanella

MADRID, 28033, Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta. Tel. 91 443 50 00. Expansión.com 902 99 61 11. / BARCELONA, 08007, Paseo de Gracia, 11, Escalera A, 5.ª planta. Tel. 93 496 24 00. Fax 93 496 24 05. / BILBAO, 48009, Plaza Euskadi, 5, planta 15, sector 4. Tel. 94 473 91 00. Fax 94 473 91 58. / VALENCIA, 46004, Plaza de América, 2.1.ª planta. Tel. 96 337 93 20. Fax 96 351 81 01. / SEVILLA, 41011, República Argentina, 25, 8.ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. VIGO, 36202, López de Neira, 3. 3.ª Oficina 303. Tel. 986 22 79 33. Fax 986 43 81 99. / BRUSELAS, Tel. (322) 2311932. NUEVA YORK, Tel. +1 303 5862461. Móvil 639 88 52 02. / LONDRES, Tel. 44 (0) 20 77825331.



Unidad Editorial

PRESIDENTE ANTONIO FERNÁNDEZ-GALIANO

VICEPRESIDENTE GIAMPAOLO ZAMBELETTI

DIRECTOR GENERAL: Nicola Speroni

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICACIONES: Aurelio Fernández

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICIDAD: Jesús Zaballa

PUBLICIDAD: DIRECTOR DEL ÁREA DE PUBLICIDAD DE EXPANSIÓN: Miguel Suárez. / COORDINACIÓN: Esteban Garrido. Tel. 91 443 52 58. Fax 91 443 56 47. MADRID: Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta, 28033 Madrid. Tel. 91 443 65 12. / BARCELONA Jefe de Publicidad: Daniel Choucha. Paseo de Gracia, 11, Escalera A, 5.ª planta, 08007 Barcelona. Tel. 93 496 24 57. Fax 93 496 24 20. / BILBAO: Marta Meler Gines. Plaza Euskadi, 5, planta 15, sector 4, 48009 Bilbao. Tel. 94 473 91 43. Fax 94 473 91 56. / VALENCIA: Marcos de la Fuente. Plaza de América, 2.1.ª planta, 46004 Valencia. Tel. 96 337 93 27. ANDALUCÍA: Pilar Caravaca. Avda. República Argentina, 25, 8.ª B, 41011 Sevilla. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. / GALICIA: Manuel Carrera. C/ López de Neira, 3, pl. 3, ofc. 303. 36202 Vigo. Tel. 986 22 91 28. Fax 986 43 81 99. / ZARAGOZA: Alvaro Cardemil. Avda. Pablo Gargallo, 100, 50006 Zaragoza. Tel. 976 40 50 53.

COMERCIAL: SUSCRIPCIONES Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta, 28033 Madrid. Tel. 902 123 124. TELÉFONO PARA EJEMPLARES ATRASADOS 902 99 99 46 / DISTRIBUYE Logintegral 2000, S.A.U. Tel. 91 443 50 00. www.logintegral.com. RESÚMENES DE PRENSA. Empresas autorizadas por EXPANSIÓN (artículo 32.1, Ley 23/2006): Acceso, TNS Sofres, My News y Factiva. IMPRIME: BERMONT IMPRESIÓN, S.L. Tel. 91 670 71 50. Fax 91 327 18 93.

DIFUSIÓN CONTROLADA POR



Depósito Legal M-15572-1986 ISSN 1576-3323

Edita: Unidad Editorial, Información Económica S.L.U.