

## Entrando en zona de turbulencias

El endurecimiento de las condiciones financieras provocado por los movimientos de los bancos centrales en las últimas semanas, la elevada incertidumbre asociada a un escenario energético con escasa visibilidad, el aumento de la inestabilidad financiera y las primeras señales de enfriamiento del consumo anticipan los obstáculos que deberá afrontar el ciclo de actividad en los próximos trimestres, especialmente en la eurozona. El abrupto giro monetario que se ha producido desde el verano refleja que atajar las presiones inflacionistas demandará algo más que situar los tipos de interés en zona neutral y esto, en particular en Europa, supone un cambio importante en las hipótesis de partida de los escenarios económicos que, sumado a las tensiones en el mercado del gas, obligan a reestimar las previsiones. En nuestro caso, hemos revisado a la baja en 1,5 p. p. la previsión de crecimiento medio en la eurozona para 2023 hasta el 0,2% (1% en España) y al alza la de inflación en 1,4 p. p. hasta el 5,1% (4,5% en España). Este empeoramiento de la combinación de crecimiento e inflación no hace más que reflejar la persistencia de elevados desequilibrios entre oferta y demanda, cuya dilución se está retrasando más de lo esperado. La noticia positiva es que la brecha se debe ir reduciendo gracias al enfriamiento de la demanda ocasionado por las subidas de tipos de interés y a la paulatina limpieza de los cuellos de botella que ya se empieza a detectar, lo que debería propiciar una mejora del comportamiento de los precios y de la capacidad de compra de los agentes a partir de primavera. Especialmente si, como parece, esta fase de enfriamiento se produce sin un coste apreciable en términos de empleo y la política económica evita cualquier tipo de contagio al canal financiero.

En este sentido será fundamental mantener el equilibrio entre política monetaria y política fiscal y ser conscientes de que los mercados financieros van a operar en un régimen de elevada volatilidad e incertidumbre en los próximos meses, un caldo de cultivo perfecto para episodios de incremento de inestabilidad financiera, como el que recientemente se ha producido en el Reino Unido. El anuncio de un minipaquete fiscal con elevados recortes de impuestos (45.000 millones de libras esterlinas) en un contexto de importantes aumentos del gasto público para suavizar la factura energética provocó una intensa corrección en los mercados de deuda pública y en la cotización de la libra esterlina, más propia de una economía emergente que de un mercado tan líquido y profundo como el británico. Solo la intervención del Banco de Inglaterra anunciando un programa de compra de bonos durante dos semanas y la marcha atrás del Gobierno británico en la parte más polémica de las medidas consiguieron calmar las aguas. Una vez más se pone de manifiesto que es fácil perder la credibilidad, especialmente al inicio del mandato de un Gobierno, y el coste suele ser muy importante en términos de prima de riesgo. Puede ser un aviso para el nuevo Gobierno que se forme en Italia.

Por tanto, con la sensibilidad a flor de piel de los inversores, no parece un buen momento para que desde el lado fiscal se pongan palos en las ruedas del exigente proceso que están afrontando los bancos centrales, sobre todo cuando los programas de compra de las autoridades monetarias se van reduciendo y variables como el déficit público estructural van a volver al radar de los mercados financieros. De esta manera, la etapa del «café para todos» y «hagan con el presupuesto lo que deban, pero guarden las facturas» (FMI *dixit*) va a dar paso al empleo de la cirugía fiscal para ayudar a los sectores y agentes más vulnerables ante el cambio de las condiciones financieras y energéticas, pero sin comprometer los equilibrios presupuestarios de medio y largo plazo. Entramos en zona de turbulencias, donde la volatilidad y la incertidumbre aumentan, la estabilidad macroeconómica vuelve a estar en el foco y las impericias de los pilotos se suelen pagar caras. En estas circunstancias es cuando se pone en valor la solidez que supone estar cobijados bajo el paraguas del euro.

José Ramón Díez  
Octubre 2022