

## Entrant en zona de turbulències

L'enduriment de les condicions financeres provocat pels moviments dels bancs centrals en les últimes setmanes, l'elevada incertesa associada a un escenari energètic amb escassa visibilitat, l'augment de la inestabilitat financera i els primers senyals de refredament del consum anticipen els obstacles que haurà d'afrontar el cicle d'activitat en els propers trimestres, en especial a la zona de l'euro. L'abrupte gir monetari que s'ha produït des de l'estiu reflecteix que neutralitzar les pressions inflacionistes exigirà alguna cosa més que situar els tipus d'interès en zona neutral, i això, en particular a Europa, comporta un canvi important en les hipòtesis de partida dels escenaris econòmics, que, sumat a les tensions al mercat del gas, obliga a reestimar les previsions. En el nostre cas, hem revisat a la baixa en 1,5 p. p. la previsió de creixement mitjà a la zona de l'euro per al 2023 fins al 0,2% (l'1% a Espanya) i a l'alça la de la inflació en 1,4 p. p. fins al 5,1% (el 4,5% a Espanya). Aquest empitjorament de la combinació de creixement i inflació no fa més que reflectir la persistència d'elevats desequilibris entre oferta i demanda, la dilució de la qual s'està retardant més del que s'esperava. La notícia positiva és que la bretxa s'ha d'anar reduint, gràcies al refredament de la demanda ocasionat per les pujades de tipus d'interès i a la neteja gradual dels colls d'ampolla que ja es comença a detectar, la qual cosa, a partir de la primavera, hauria de propiciar una millora del comportament dels preus i de la capacitat de compra dels agents. En especial si, com sembla, aquesta fase de refredament es produeix sense un cost apreciable en termes d'ocupació i si la política econòmica evita qualsevol tipus de contagi al canal financer.

En aquest sentit, serà fonamental mantenir l'equilibri entre política monetària i política fiscal i ser conscients que, en els propers mesos, els mercats financers operaran en un règim de volatilitat i d'incertesa elevades, un caldo de cultiu perfecte per a episodis d'increment de la inestabilitat financera, com el que s'ha produït recentment al Regne Unit. L'anunci d'un minipaquet fiscal amb elevades retallades d'impostos (45.000 milions de lliures esterlines) en un context d'importants augments de la despesa pública per suavitzar la factura energètica va provocar una correcció intensa als mercats de deute públic i en la cotització de la lliura esterlina, més pròpia d'una economia emergent que d'un mercat tan líquid i profund com el britànic. Només la intervenció del Banc d'Anglaterra anunciant un programa de compra de bons durant dues setmanes i la marxa enrere del Govern britànic en la part més polèmica de les mesures van aconseguir calmar les aigües. Una vegada més, es posa de manifest que és fàcil perdre la credibilitat, en especial a l'inici del mandat d'un Govern, i el cost sol ser molt important en termes de prima de risc. Pot ser un avís per al nou Govern que es formi a Itàlia.

Per tant, amb la sensibilitat dels inversors a flor de pell, no sembla un bon moment perquè, des del costat fiscal, es posin pals a les rodes de l'exigent procés que estan afrontant els bancs centrals, sobretot quan els programes de compra de les autoritats monetàries es van reduint i quan variables com el dèficit públic estructural tornaran al radar dels mercats financers. D'aquesta manera, l'etapa del «cafè per a tothom» i de «facin amb el presupost el que hagin de fer, però guardin les factures» (FMI *dixit*) donarà pas a l'ús de la cirurgia fiscal per ajudar els sectors i els agents més vulnerables davant el canvi de les condicions financeres i energètiques, però sense comprometre els equilibris pressupostaris a mitjà i a llarg termini. Entrem en zona de turbulències, on la volatilitat i la incertesa augmenten, on l'estabilitat macroeconòmica es torna a situar en el focus i on les imperícies dels pilots se solen pagar cares. En aquestes circumstàncies és quan es posa en valor la solidesa que comporta estar protegits pel paraigua de l'euro.

José Ramón Díez  
Octubre 2022