

Tumulto en el Reino Unido, aviso a navegantes

Una consecuencia inevitable del proceso de normalización y endurecimiento de la política monetaria es que, tras años de dosificación y anestesia por la batería de estímulos de los bancos centrales, los mercados recobran parte de su poder de escrutar y, por lo tanto, de disciplinar el diseño y la ejecución de la política económica, tanto en el ámbito monetario como, sobre todo, en la esfera fiscal.

No es de extrañar que, en un contexto de elevada volatilidad y poca visibilidad sobre el escenario económico, cualquier anuncio que ponga en duda la sostenibilidad de las finanzas públicas o aumente la probabilidad de impago sea penalizado por los «vigilantes de los mercados» con fuertes pérdidas en los activos de referencia involucrados, un riesgo que, en el extremo, puede amenazar la estabilidad del sistema financiero.

Por tanto, nos encontramos en un momento de extrema fragilidad, donde más que nunca parece fundamental evitar una descoordinación entre la política fiscal y la política monetaria y así minimizar el riesgo de episodios de pánico financiero. Que el incidente más reciente de este tipo haya ocurrido en el Reino Unido, un país con mercados profundamente líquidos y cuya moneda sirve aún de referencia internacional es, indudablemente, un aviso a navegantes de que la marea está alta y el cielo encapotado.

Reino Unido y su efímero estímulo fiscal

El plan de arranque de la (ya destituida) primera ministra Liz Truss pretendía hacer frente a la crisis provocada por el encarecimiento de los costes energéticos aprobando la mayor rebaja fiscal de su historia: 146.000 millones de libras hasta 2027. Esta cifra se alcanzaría, principalmente, con la cancelación de la subida ya anunciada del impuesto de sociedades hasta el 25% (actualmente en el 19%, muy por debajo del 23,5% de media de la OCDE) y con una disminución del tipo aplicado en algunos tramos del impuesto sobre la renta. Asimismo, se proponía anular el incremento en las cotizaciones a la Seguridad Social adoptado por el Ejecutivo de Boris Johnson. Por otra parte, el Plan contemplaba medidas específicas adicionales para atenuar el impacto de la subida de la factura energética: el *Energy Bill Relief*, hasta marzo de 2023, y el *Energy Price Guarantee*, hasta 2024.¹

Con todo, la estrategia fiscal pretendía elevar el crecimiento tendencial de la economía británica hasta el 2,5%, desde el 1,5% registrado en los últimos años. Su talón de Aquiles, no obstante, era que no detallaba medidas compensatorias para contrarrestar el posible deterioro de las métricas fiscales. De hecho, el Instituto de Estudios Fisca-

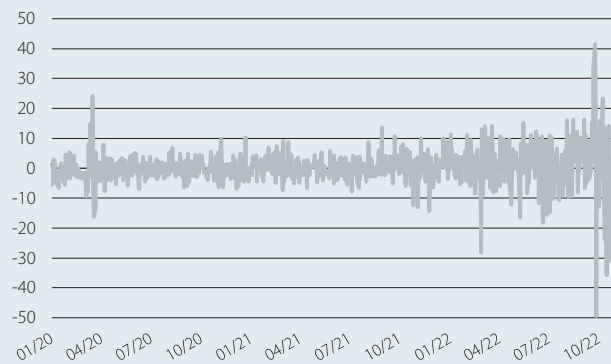
1. La factura de energía de las familias se limita a 2.500 libras al año hasta 2024, lo que podría tener un coste en torno a 100.000 millones durante los dos próximos años.

Reino Unido: tipos de interés de la deuda pública (%)



Nota: Datos a 27 de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Reino Unido: variación interdiaria en la rentabilidad del bono soberano (p. b.)



Notas: Rentabilidad en bono con vencimiento a 10 años. Datos a 27 de octubre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

les británico advirtió del hecho de que la ratio de deuda sobre el PIB aumentaría de forma preocupante y que incluso podría superar el 94% del PIB en 2027, desde el 84% de 2021.² Además, las medidas específicas para hacer frente a la subida de los precios de la energía elevarían el déficit público por encima del 9,0% del PIB en el año fiscal 2022-2023 (frente al 4,0% estimado por la Oficina de Presupuestos británica en abril).

Las dudas acerca del compromiso del Ejecutivo de Truss con la estabilidad de las finanzas públicas y los temores de que la inflación se disparara propiciaron una reacción muy adversa y contundente de los mercados financieros: la libra esterlina marcó mínimos de cotización con el dólar desde la década de 1980, al tiempo que los títulos de deuda registraban caídas en precio tan abultadas que se llegó

2. Véase (2022). «Reversing NICs and corporation tax rises would leave debt on an unsustainable path». The Institute for Fiscal Studies, septiembre.

a temer por la estabilidad de los fondos privados de pensiones, que se vieron forzados a cubrir márgenes para respaldar su cartera de activos (véase el primer y segundo gráfico). En este contexto, el Banco de Inglaterra se vio obligado a intervenir con un programa de compras de deuda pública sin límite de importe, pero que finalizaba el 14 de octubre, lo que no disipó los temores acerca de la estabilidad de los mercados de deuda a medio plazo.

La insoportable presión de los mercados, sumada a las críticas al plan de organismos como el FMI, obligó a cambiar de rumbo: Kwasi Kwarteng, el ministro de Economía responsable del Plan fue destituido a mediados de octubre y su sustituto, Jeremy Hunt, presentó una propuesta que echaba para atrás rebajas impositivas por valor de 113.000 millones de libras, de los 146.000 millones inicialmente anunciados.

Este cambio de sentido contribuyó a calmar los mercados y permitió que el banco central retomase su estrategia de normalización de la política monetaria. Sin embargo, el daño reputacional ya estaba hecho y la propia Liz Truss se vio obligada a dimitir, lo que la convierte en el jefe de Gobierno con el mandato más breve de la historia británica. El recién electo como su sustituto, Rishi Sunak, decidió mantener a Jeremy Hunt como responsable de Economía y avaló la estrategia de mayor rectitud fiscal, si bien aún quedan dudas sobre el tamaño del hueco fiscal ante el deterioro de las perspectivas económicas y el aumento en los costes de financiación.

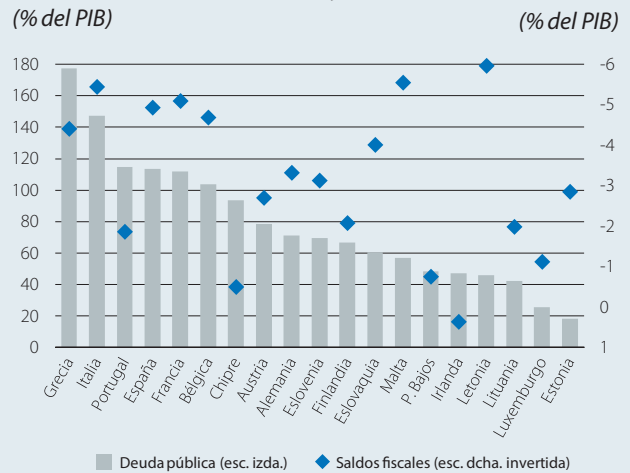
Europa, el eslabón más débil entre los avanzados

Dejando de lado los mercados emergentes, en las economías avanzadas los riesgos de torbellinos financieros a la «británica» tienden a ser más elevados en aquellos países con una mayor necesidad de financiamiento externo (reflejado en saldos deficitarios en la cuenta corriente), una posición fiscal menos sólida (véase el tercer gráfico) y con perspectivas menos favorables de crecimiento económico.

Entre estos, destaca la vulnerabilidad de algunos países europeos, que enfrentan la crisis energética con un marcado repunte de la inflación, unas cuentas públicas muy deterioradas tras la pandemia y unas perspectivas económicas especialmente débiles dentro del marco de enfriamiento económico global.

Los Gobiernos están implementando desde octubre del año pasado diferentes medidas para proteger a las familias y empresas que, hasta la fecha, estimamos que representan casi un 5,0% del PIB de media de la eurozona, aunque con importantes divergencias por países. Sin embargo, el deterioro de la situación desde verano está presionando para implementar medidas adicionales, lo que, de hacerse de forma indiscriminada, pudiera resultar contraproducente. No resulta descabellado pensar que unas medidas fiscales excesivamente expansivas podrían extender las presiones inflacionistas, lo que probable-

Eurozona: deuda pública y saldo fiscal en 2022



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

mente forzaría al BCE a aprobar subidas de tipos más agresivas, acarreando mayores costes de financiación y un enfriamiento más pronunciado en la economía.

En ese sentido, y en línea con lo publicado por el FMI en su Monitor Fiscal, las políticas fiscales que se adopten para aliviar la crisis actual han de diseñarse de manera que interfieran lo menos posible con el objetivo de los bancos centrales, a la vez que tengan en cuenta las vulnerabilidades derivadas de las abultadas deudas públicas. Además, deben implementarse medidas consensuadas entre todos los países para evitar que aquellos con un mayor margen de maniobra fiscal puedan adoptar medidas de mayor calado.³

Entre los países del euro, Italia se mantiene en el radar de los inversores, al encontrarse en pleno proceso de formación de Gobierno tras la contundente victoria de la coalición de derechas, liderada por la formación de Giorgia Meloni. Y es que el nuevo Ejecutivo hereda una situación económica bastante complicada: Italia es, junto con Alemania, una de las más afectadas por el corte de gas ruso. El país parece abocado a una recesión, tras más de una década con un bajo crecimiento económico.

En ese sentido, la Administración de Meloni se enfrenta al reto de instrumentar medidas que alivien el creciente malestar social, pero que al mismo tiempo aseguren la estabilidad de las cuentas fiscales para lograr que la deuda pública, en el 150% del PIB en 2021, dibuje una senda descendente en los próximos años. También debe mantenerse al día en la agenda de reformas pactada por la UE para seguir recibiendo los fondos comunitarios e, implícitamente, la protección del BCE vía su instrumento antifragmentación TPI, si fuese necesario. *Buona fortuna, Giorgia!*

Antonio Montilla y Rita Sánchez

3. Alemania está trabajando en un plan de emergencia por 200.000 millones de euros (más del 5,0% del PIB) que levanta recelos entre sus socios europeos, ya que, en ausencia de una herramienta fiscal común, el plan aumenta el riesgo de fragmentación en el bloque.