

Tumult al Regne Unit, avís per a navegants

Una conseqüència inevitable del procés de normalització i enduriment de la política monetària és que, després d'anys de dosificació i anestèsia per la bateria d'estímuls dels bancs centrals, els mercats recuperen una part del seu poder d'escrutari i, per tant, de disciplinar el disseny i l'execució de la política econòmica, tant en l'àmbit monetari com, sobretot, en l'esfera fiscal.

No és estrany que, en un context d'elevada volatilitat i de poca visibilitat sobre l'escenari econòmic, qualsevol anunci que qüestionï la sostenibilitat de les finances públiques o que augmenti la probabilitat d'impagament sigui penalitzat pels «vigilants dels mercats» amb fortes pèrdues en els actius de referència involucrats, un risc que, dut a l'extrem, pot amenaçar l'estabilitat del sistema financer.

Per tant, ens trobem en un moment d'extrema fragilitat, on més que mai sembla fonamental evitar una descoordinació entre la política fiscal i la política monetària i minimitzar, així, el risc d'episodis de pànic financer. Que l'incident més recent d'aquest tipus hagi succeït al Regne Unit, un país amb uns mercats profundament líquids i amb una moneda que encara serveix de referència internacional, és, indubtablement, un avís per a navegants que la marea està alta i el cel encapotat.

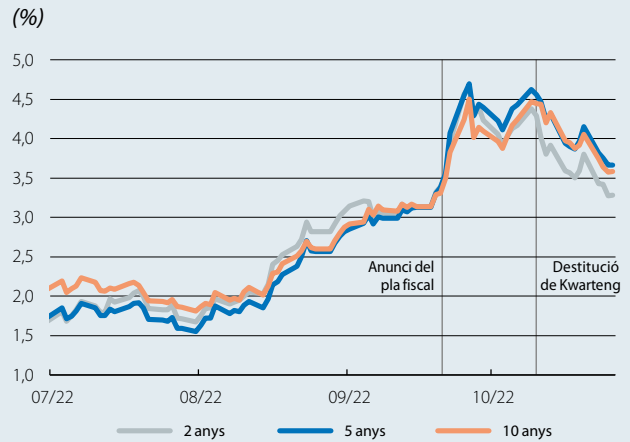
El Regne Unit i el seu efímer estímul fiscal

El pla d'arrencada de la (ja destituïda) primera ministra Liz Truss pretenia afrontar la crisi provocada per l'encariment dels costos energètics aprovant la major rebaixa fiscal de la seva història: 146.000 milions de lliures fins al 2027. Aquesta xifra s'havia d'assolir, principalment, amb la cancel·lació de la pujada ja anunciada de l'impost de societats fins al 25% (en l'actualitat, en el 19%, molt per sota de la mitjana del 23,5% de l'OCDE) i amb una disminució del tipus aplicat en alguns trams de l'impost sobre la renda. Així mateix, es proposava anul·lar l'increment de les cotitzacions a la Seguretat Social adoptat per l'Executiu de Boris Johnson. D'altra banda, el Pla contemplava mesures específiques addicionals per atenuar l'impacte de la pujada de la factura energètica: l'*Energy Bill Relief*, fins al març del 2023, i l'*Energy Price Guarantee*, fins al 2024.¹

Així i tot, l'estratègia fiscal pretenia augmentar el creixement tendencial de l'economia britànica fins al 2,5%, des de l'1,5% registrat en els últims anys. El seu taló d'Aquil·les, però, era que no detallava les mesures compensatòries per contrarestar el possible deteriorament de les mètriques fiscals. De fet, l'Institut d'Estudis Fiscals britànic va advertir del fet que la ràtio de deute sobre el PIB augmentaria de manera preocupant i que, fins i tot, podria supe-

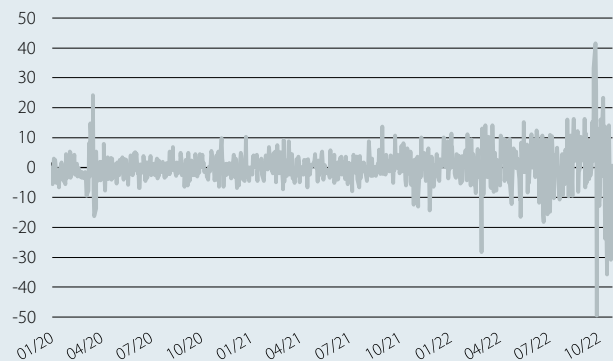
1. La factura de l'energia de les famílies es limita a 2.500 lliures a l'any fins al 2024, la qual cosa podria tenir un cost proper als 100.000 milions en els dos pròxims anys.

Regne Unit: tipus d'interès del deute públic



Regne Unit: variació interdiària en la rendibilitat del bo sobirà

(p. b.)



rar el 94% del PIB el 2027, des del 84% del 2021.² A més a més, les mesures específiques per afrontar la pujada dels preus de l'energia incrementarien el dèficit públic per damunt del 9,0% del PIB l'any fiscal 2022-2023 (en relació amb el 4,0% estimat per l'Oficina de Pressupostos britànica a l'abril).

Els dubtes sobre el compromís de l'Executiu de Truss amb l'estabilitat de les finances públiques i els temors que la inflació es disparés van propiciar una reacció molt adversa i contundent dels mercats financers: la lliura esterlina va marcar mínims de cotització en relació amb el dòlar des de la dècada del 1980, al mateix temps que els títols del deute registraven caigudes en preu tan contundents que es va arribar a témer per l'estabilitat dels fons privats de pensions, que es van veure forçats a cobrir marges per donar

2. Vegeu «Reversing NICs and corporation tax rises would leave debt on an unsustainable path», The Institute for Fiscal Studies, setembre del 2022.

suport a les carteres d'actius (vegeu el primer i el segon gràfic). En aquest context, el Banc d'Anglaterra es va veure obligat a intervenir amb un programa de compres de deute públic sense límit d'import, però que finalitzava el 14 d'octubre, la qual cosa no va esvaïr els temors sobre l'estabilitat dels mercats de deute a mitjà termini.

La insuportable pressió dels mercats, sumada a les crítiques al pla d'organismes com l'FMI, va obligar a canviar de rumb: Kwasi Kwarteng, el ministre d'Economia responsable del Pla, va ser destituït a mitjan octubre, i el seu substitut, Jeremy Hunt, va presentar una proposta que tirava enrere les rebaixes impositives per valor de 113.000 milions de lliures, dels 146.000 milions anunciats inicialment.

Aquest canvi de sentit va contribuir a calmar els mercats i va permetre que el banc central reprengués l'estratègia de normalització de la política monetària. No obstant això, el dany reputacional ja estava fet, i la mateixa Liz Truss es va veure obligada a dimitir, la qual cosa la converteix en el cap de Govern amb el mandat més breu de la història britànica. Rishi Sunak, escollit recentment com a substitut, va decidir mantenir Jeremy Hunt com a responsable d'Economia i va avalar l'estratègia de major rectitud fiscal, tot i que encara queden dubtes sobre la dimensió del buit fiscal generat pel deteriorament de les perspectives econòmiques i per l'augment dels costos de finançament.

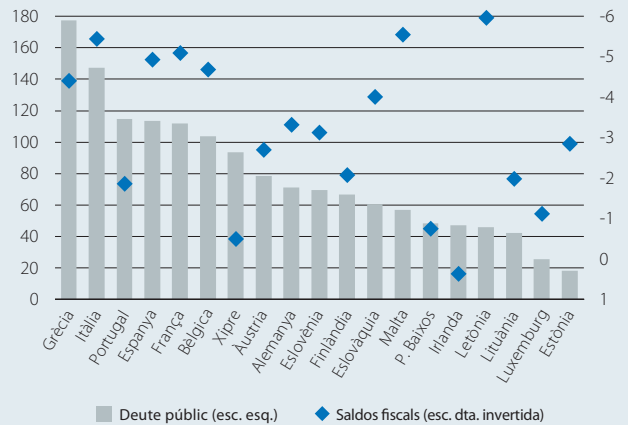
Europa, la baula més feble entre els avançats

Deixant de banda els mercats emergents, a les economies avançades, els riscos de remolins financers a la «britànica» tendeixen a ser més elevats als països amb una major necessitat de finançament extern (reflectit en saldos deficitaris al compte corrent), amb una posició fiscal menys sòlida (vegeu el tercer gràfic) i amb unes perspectives menys favorables de creixement econòmic.

Entre aquests països, destaca la vulnerabilitat d'alguns europeus, que s'enfronten a la crisi energètica amb un repunt marcat de la inflació, amb uns comptes públics molt deteriorats després de la pandèmia i amb unes perspectives econòmiques especialment febles dins el marc de refredament econòmic global.

Els Governos estan implementant, des de l'octubre de l'any passat, diferents mesures per protegir les famílies i les empreses, que, fins avui, estimem que, de mitjana, representen gairebé el 5,0% del PIB de la zona de l'euro, tot i que amb divergències importants entre països. No obstant això, el deteriorament de la situació des de l'estiu pressiona per implementar mesures addicionals, la qual cosa, si es fes de manera indiscriminada, podria ser contraproductiu. No és forassenyat pensar que unes mesures fiscals excessivament expansives podrien estendre les pressions inflacionistes, la qual cosa, probablement, forçaria el BCE a aprovar pujades de tipus més agressives, amb el resultat

Zona de l'euro: deute públic i saldo fiscal el 2022
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

de costos de finançament més elevats i de refredament més intens de l'economia.

En aquest sentit, i en línia amb el que va publicar l'FMI al seu Monitor Fiscal, les polítiques fiscals que s'adoptin per alleujar la crisi actual s'han de dissenyar de manera que interfereixin el menys possible amb l'objectiu dels bancs centrals i, alhora, han de tenir en compte les vulnerabilitats derivades dels elevats deutes públics. A més a més, cal implementar mesures consensuades entre tots els països per evitar que els que tinguin un major marge de manobra fiscal puguin adoptar mesures més severes.³

Pel que fa als països de l'euro, Itàlia es manté en el radar dels inversors, ja que, després de la contundent victòria de la coalició de dretes, liderada per la formació de Giorgia Meloni, es troba en ple procés de formació de Govern. I és que el nou Executiu hereta una situació econòmica força complicada: Itàlia és, juntament amb Alemanya, un dels països més afectats pel tall de gas rus. Sembla que el país està abocat a una recessió, després de més d'una dècada amb un creixement econòmic baix.

En aquest sentit, l'Administració de Meloni s'enfronta al repte d'instrumentar mesures que alleugin el malestar social creixent, però que, al mateix temps, assegurin l'estabilitat dels comptes fiscals per aconseguir que el deute públic, en el 150% del PIB el 2021, dibuixi una senda descendent en els propers anys. També cal mantenir al dia l'agenda de reformes pactada per la UE per continuar rebent els fons comunitaris i, implícitament, la protecció del BCE per la via del seu instrument antifragmentació TPI, si fos necessari. *Buona fortuna, Giorgia!*

Antonio Montilla i Rita Sánchez

3. Alemanya treballa en un pla d'emergència de 200.000 milions d'euros (més del 5,0% del PIB) que desperta recels entre els socis europeus, ja que, sense una eina fiscal comuna, el pla augmenta el risc de fragmentació del bloc.