



Comentario Económico

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los recientes anuncios de estímulos fiscales en el Reino Unido, uno de los más agresivos desde principios de los años 70 del siglo pasado, desencadenaron una turbulencia significativa en los mercados europeos. Los temores de una estanflación se han pronunciado y existen dudas sobre la coordinación debida de políticas macroeconómicas para combatir la inflación más alta en décadas.*
- *Ciertamente, el temor a una recesión severa y duradera en Reino Unido justifica en parte estos anuncios de estímulo fiscal. No obstante, bajo el actual desbalance de oferta y demanda agregada, estímulos fiscales de esta naturaleza pueden crear aún más inflación.*
- *Por otro lado, el Banco de Inglaterra está combatiendo decididamente la inflación del país, una de las más altas del G7, a través de aumentos en la tasa de interés de intervención. De perdurar este choque frontal entre la política fiscal y monetaria, el efecto negativo sobre la economía se puede multiplicar, pues no sólo traerá más inflación sino también incrementos exponenciales en las tasas de interés de los mercados financieros.*
- *El propio emisor ha tenido que girar temporalmente el timón del ajuste monetario, interviniendo el mercado para evitar un endurecimiento excesivo en las condiciones financieras que limiten el flujo de crédito. El costo de ello es que se está creando más presión sobre la libra esterlina y, en consecuencia, más presión sobre la inflación.*
- *Seguimos esperando que los faros monetarios del mundo sigan incrementando sus tasas de interés de referencia en el corto plazo, según lo dicta su mandato constitucional. Sin embargo, dichos ajustes podrían perder algo fuerza en los próximos meses, pues la situación del Reino Unido sirve como ejemplo para prevenir un estrés indeseado en los mercados y efectos excesivamente restrictivos en la economía.*

Fabio D. Nieto
Economista Jefe
fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Gabriel F. Granados
Profesional Senior
gabriel.granados@bancoagrario.gov.co

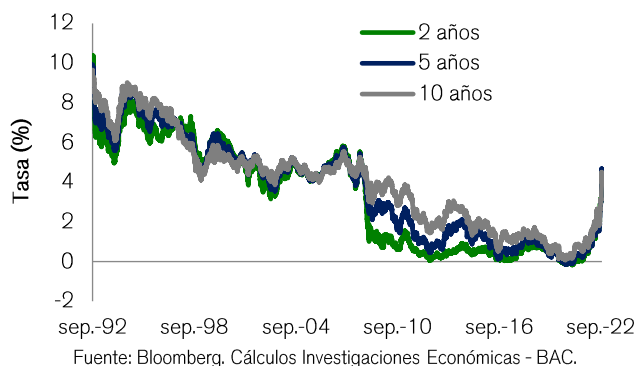


¿Apagando la hoguera con candela?

Los recientes anuncios de estímulo fiscal en el Reino Unido desencadenaron una tormenta no solo en el círculo político del país, sino también en los mercados financieros. La depreciación de la libra esterlina se aceleró desde la semana pasada hasta alcanzar un mínimo histórico en días recientes de 1.0350 dólares por libra (GBPUSD), mientras que las tasas de interés de los *gilts* (bonos soberanos del Reino Unido) se dispararon hasta niveles máximos no vistos desde 2008 (Gráfico 1).

El plan del Gobierno, en cabeza de la primera ministra Liz Truss, incluye una serie de recortes en las tarifas de impuesto de renta a personas naturales que, según algunos sondeos, ascendería hasta USD 51 mil millones, el recorte más agresivo desde 1971. El anuncio se da en una difícil coyuntura para la economía del Reino Unido, agobiada por uno de los niveles de inflación más altos de los países del G7 (9.9%) y con una probabilidad alta del 65% de entrar en recesión técnica hacia finales de 2022¹.

Gráfico 1. Rendimientos bonos soberanos del Reino Unido



En esencia, estas medidas buscan estimular el gasto agregado y reactivar la economía, algo que en principio luce correcto. Sin embargo, dadas las elevadas presiones inflacionarias que el mundo experimenta actualmente (incluido el Reino Unido), un estímulo fiscal de esta magnitud va en total contravía con el objetivo primal de la política macroeconómica por estos días: combatir la inflación y mitigar los riesgos de persistencia en el tiempo.

¹ Encuesta mensual de Bloomberg a analistas económicos (septiembre de 2022).

El propio Fondo Monetario Internacional (FMI) ha criticado estos anuncios del Reino Unido. Entre varias razones mencionadas, el FMI calificó estas medidas de excesivas y necesitadas de revisión, pues: i) no tienen un objetivo específico; ii) resultan contradictorias con la actual coyuntura; y iii) se contraponen con la actual postura de la política monetaria del Banco Central de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés).

Esto último resulta particularmente llamativo desde la óptica de la política de estabilización del ciclo (coordinación entre el frente fiscal y monetario para suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo). Por un lado, el desbalance global de oferta y demanda agregada que viene desde 2021 (y que también padece el Reino Unido) se sustenta por una contracción de oferta que creó la pandemia (disrupciones en la cadena de suministros, restricciones a la movilidad del comercio, etc., pero también por un fuerte aumento de la demanda, esto último inducido por un boyante gasto y significativo desahorro durante el periodo postpandemia).

Los riesgos de corto plazo sobre el crecimiento son más de carácter de oferta. Por lo tanto, un estímulo fiscal irremediamente incrementaría la demanda de la economía y crearía aún más inflación. Es decir, como reza el adagio popular, una solución del tipo “apagar la hoguera con candela”.

Por otro lado, mientras el BoE está combatiendo la inflación con aumentos en su tasa de interés de referencia, como lo obliga su mandato constitucional, el paquete fiscal anunciado apunta en el sentido contrario. Esto, en sí mismo, es una contradicción.

Un choque frontal de política macroeconómica como este no tiene efectos claros sobre el crecimiento económico, pues el estímulo fiscal se vería anulado por la contracción monetaria. No obstante, sí induce una mayor inflación y genera incrementos desproporcionados en las tasas de interés del mercado, como justamente ocurrió en días pasados con las tasas de interés de los *gilts*.



Siempre un ejemplo permite entender las complejidades del mundo real. Supóngase que un banco central sube los tipos de interés de referencia, algo que se transmite a todas las tasas del mercado, incluidas las de los títulos de deuda pública del Gobierno. Al mismo tiempo, el Gobierno recorta los impuestos, pero no modifica el gasto público. Esto produce un déficit fiscal que se financia en su totalidad con deuda pública, por lo que el Gobierno emite bonos soberanos.

Si en el mercado de esos bonos la demanda no aumenta (es decir, se mantiene igual o disminuye), esta emisión de títulos del Gobierno incrementa su oferta, por lo que el precio de estos bonos cae y sus tasas de interés suben. Por lo tanto, el efecto al alza en las tasas de interés del mercado se multiplica; además de la presión monetaria (incrementos en los tipos de referencia del banco central), la presión fiscal también genera incrementos en las tasas de interés del mercado.

Pero el problema no se acaba allí. En respuesta ante la turbulencia que desató todo lo anterior en los mercados financieros, y en un intento de estabilizar las condiciones financieras para no restringir el crédito hacia el sector real, el BoE anunció compras temporales de *gilts* de largo plazo desde el 28 de septiembre hasta el 14 de octubre, las cuales no tendrán límites predefinidos.

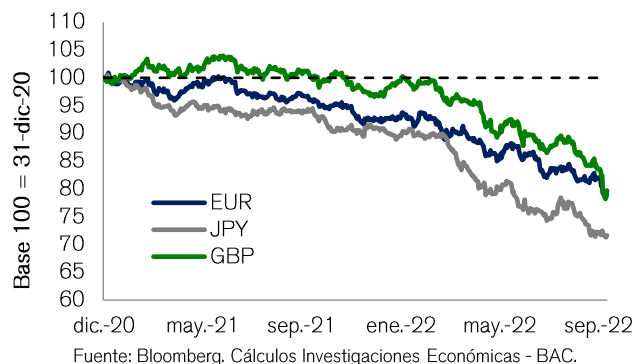
El BoE explicó que con esta medida no se afecta el objetivo de reducir sus tenencias de activos en GBP 80 billones al año (USD 88.4 billones), pero sí pospuso el inicio del proceso de ventas de activos hasta el 31 de octubre, el cual se contemplaba que arrancara la próxima semana.

Esto tiene varias implicaciones. En primer lugar, si el objetivo del desmonte de tenencias de activos no se modifica y las operaciones de contracción monetaria (ventas definitivas de títulos) se posponen, esta medida va a crear una presión adicional sobre la libra esterlina casi tan fuerte como ocurre con el euro y el yen japones (Gráfico 2).

En esos países, sus respectivos bancos centrales, como se ha dicho recientemente, están “detrás de la curva” de inflación. Al final del día, unas tasas de interés de política monetaria detrás de la inflación (tasas reales negativas)

erosionan el poder de compra de la moneda. En consecuencia, se produce una depreciación que genera aún más inflación.

Gráfico 2. Evolución de monedas fuertes en 2021-2022



Y en segundo lugar, estas medidas suscitan una preocupación en torno a una dominancia de la política fiscal sobre la política monetaria. Las turbulencias que generan estas presiones fiscales sobre los mercados financieros, al final las tienen que asumir los bancos centrales adoptando medidas disímiles y confusas. Esto sin hablar del costo que tiene para la economía en su conjunto, pues no combaten la inflación y disparan las tasas de interés, haciendo aún más restrictiva la capacidad de consumo e inversión de los agentes.

Seguimos esperando que el endurecimiento monetario a nivel mundial continúe en el corto plazo, en la medida que la inflación no de tregua. Esto implica más aumentos en las tasas de interés de los bancos centrales. Situaciones como las que vive el Reino Unido en la actualidad, por ahora, no se ven en el horizonte para el caso de EEUU y otros países.

No obstante, sí sientan un precedente interesante para el rumbo de la política macroeconómica, pues resalta la importancia de: i) la coordinación obligada de políticas fiscales y monetarias, que ayuden a corregir los desequilibrios de corto plazo y minimizar las fluctuaciones del ciclo; y ii) garantizar el retorno de la inflación hacia las metas, evitando así una persistente pérdida de poder adquisitivo en la economía y de bienestar; y iii) mantener unas adecuadas condiciones financieras que no afecten los mercados.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
