

Ens ha de preocupar la sostenibilitat del deute públic a la zona de l'euro?

- Les mesures necessàries per afrontar la COVID-19 generaran un augment notable del deute públic a les principals economies del món i, entre elles, a la zona de l'euro.
- La sostenibilitat del deute de la zona de l'euro no està en dubte, però l'entorn és exigent i situa el BCE en una posició clau. També és fonamental una recuperació dinàmica de l'activitat, que, al seu torn, requereix una actuació coordinada de política econòmica.

La pandèmia de la COVID-19 ha forçat la paralització de l'activitat econòmica. Aquesta paràlisi, juntament amb l'imperatiu de protegir els treballadors i el teixit empresarial amb una resposta contundent de política fiscal, provocarà un augment notable del deute públic a les principals economies de la zona de l'euro (així ho recullen les estimacions de l'FMI, que reproduïm al primer gràfic). És més, sense una política fiscal més ambiciosa per part de la UE, les previsions mostren que l'increment del deute serà clarament superior als països en què el sector públic ja partia d'un nivell d'endeutament elevat. Als mercats financers, aquesta circumstància ha generat inquietud sobre la sostenibilitat del deute, i els dubtes s'han reflectit tant en el repunt de les primes de risc sobiranes (descriu a la [conjuntura de mercats financers](#) d'aquest mateix Informe Mensual) com en l'expectativa –implícita en les cotitzacions financeres– de possibles rebaixes de la nota creditícia (vegeu el segon gràfic), en especial abans que el BCE anunciés al març el paquet de suport per lluitar contra la COVID-19.

La COVID-19 compromet la sostenibilitat de les finances públiques?

La sostenibilitat del deute públic depèn de quatre elements: el nivell de deute del qual es parteix, el saldo fiscal (superàvit o dèficit), els interessos a pagar pel deute i el creixement de l'economia.^{1,2} Una de les relacions clau entre aquests quatre factors és la que s'estableix entre el creixement i el tipus d'interès. Partint d'un nivell de deute inicial, el creixement del PIB redueix la càrrega que representa el deute sobre el total de recursos de l'economia, mentre que els interessos incrementen la suma total a repagar: així, com més gran sigui el creixement econòmic en relació amb el tipus d'interès, més fàcil serà reduir la càrrega del deute. En aquest sentit, la política monetària del BCE ha ancorat un entorn de tipus d'interès prou baixos perquè no comprometin la sostenibilitat del deute.

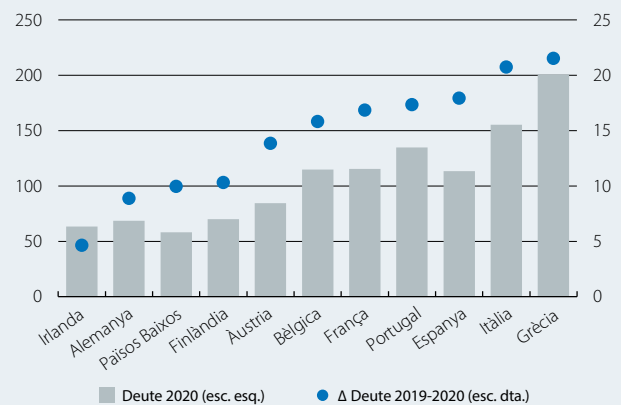
1. En concret, si denotem la ràtio de deute públic sobre el PIB en l'any t com d_t , el saldo fiscal primari (excloso els interessos) com a b , el tipus d'interès com a i i el creixement del PIB nominal com a g , l'evolució és:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

2. El creixement és un element particularment important, atès que representa els recursos disponibles per repagar el deute en el futur. Així, un deute de 1.000 euros és més sostenible per a una economia que avui només produeix 100 euros però que, en el futur, en produirà 700, que per a aquella economia que avui produeix 700 euros però que, en el futur, en produirà només 100. També és precisament per això que la sostenibilitat del deute s'avalua en termes de la ràtio del deute sobre el PIB (i no en termes del volum absolut).

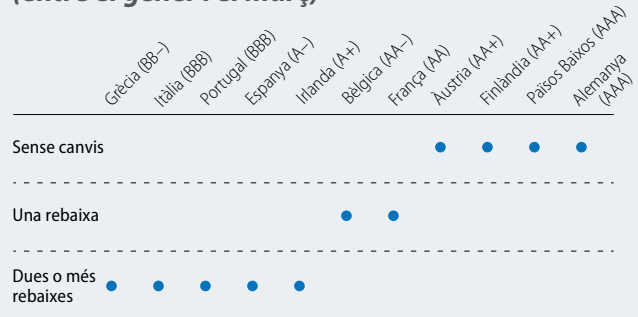
Ràtios de deute públic sobre el PIB el 2020

Ràtio 2020 (% del PIB) (Variació en relació amb el 2019, p. p.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades i de previsions del Fiscal Monitor de l'abril del 2020 de l'FMI.

Zona de l'euro: ratings oficials al gener del 2020 i canvis implícits en els moviments dels CDS (entre el gener i el març)



Font: CaixaBank Research, a partir d'estimacions pròpies, de dades de Bloomberg i de ratings de Fitch.

te.³ Però, perquè això succeeixi, no solament serà important que el BCE mantingui un entorn de tipus baixos, sinó que la COVID-19 no generi un mal persistent en el creixement econòmic. En altres paraules, és vital una resposta de política econòmica contundent i coordinada⁴ que permeti una recuperació ràpida de l'economia i, en conseqüència, un creixement de l'activitat netament superior al dels interessos.

3. En concret, no hi ha cap economia de la zona de l'euro en què el tipus d'interès del conjunt del deute públic sigui superior al creixement del PIB nominal a llarg termini (ni avui ni en la senda que reflecteixen els tipus de mercat per als propers anys).

4. Vegeu l'article «Polítiques econòmiques davant la COVID-19: es trenquen les fronteres de l'impossible?», en aquest mateix Informe Mensual.

En el futur, és factible una disciplina fiscal que no comprometi ni el creixement ni la sostenibilitat del deute?

Malgrat alleujar les pors a curt termini, el fet que tant el BCE com el creixement futur tinguin un paper clau en la sostenibilitat del deute suggereix que les economies més endeudades de la zona de l'euro s'enfronten a un context relativament fràgil. Quan la recuperació es posi en marxa, un dels reptes serà definir una política fiscal que ajudi a empènyer l'economia en una primera fase i que, en una segona fase, sigui disciplinada, però sense asfixiar el creixement. Quan s'analitza el marge de maniobra queda clar que no serà un camí fàcil –però tampoc impossible.

Un dels límits d'aquest camí el defineix el saldo fiscal primari (és a dir, el que exclou els pagaments d'interessos), que permet mantenir la ràtio de deute estable en els nivells projectats per al 2020. A l'altre extrem, el límit el fixa el saldo que permetria reduir el deute fins al 60% a 20 anys vista.⁵ Com ho mostra el tercer gràfic, en què presentem els dos límits, tant l'expectativa que el creixement del PIB torni a la normalitat com el suport del BCE en forma d'uns tipus d'interès baixos generen un bon matalàs de seguretat: totes les principals economies de la zona de l'euro podrien reduir la ràtio de deute públic amb una política fiscal fins i tot més laxa que la fixada el 2015-2019. Però reduir-la notablement és més complicat: Itàlia, França i Espanya necessitarien saldos primaris significativament més positius que els registrats en els últims anys, i Portugal hauria de ser, com a mínim, tan disciplinat com ho va ser el 2015-2019.

Un tensionament de les primes de risc comprometria la sostenibilitat del deute?

Les conclusions anteriors depenen de dos supòsits importants: i) que el creixement nominal del PIB reprengui el dinamisme en els propers anys i ii) que l'entorn de tipus d'interès continuï sent favorable. Per tant, un tensionament de les condicions financeres i el consegüent increment del cost del deute podrien qüestionar el marge de maniobra dels governs. Fins a quin punt és fràgil cada economia davant aquest canvi en l'entorn? Per veure-ho, al quart gràfic, presentem l'estimació del tipus d'interès a partir del qual es podria desencadenar un increment sostingut de la ràtio de deute (assumint un saldo fiscal primari igual a la mitjana del 2015-2019 i un creixement del PIB nominal coherent amb el seu potencial). Comparat amb el cost d'interessos actual, sembla que gairebé tots els països tenen una certa capacitat de resistència a uns tipus d'interès més alts (amb l'excepció de França, que, en les nostres estimacions, surt penalitzada per haver mantingut un saldo fiscal primari proper al -2% en la mitjana del 2015-2019). En el cas d'Itàlia, de Bèlgica i d'Espanya, els tipus d'interès que pressionarien la dinàmica del deute superen en més d'1 p. p. els nivells actuals.

5. En compliment de la configuració actual dels tractats europeus.

Saldo fiscal primari i sostenibilitat del deute a la zona de l'euro *

	Saldo que estabilitza deute en nivells 2020		Saldo que redueix la ràtio de deute al 60% el 2040 **		Saldo mitjà 2015-2019 (ajustat per cicle)
	Escenari tipus forwards	Escenari tipus 2019	Escenari tipus forwards	Escenari tipus 2019	
Alemanya	-1,6	-1,3	-1,1	-0,9	1,9
Àustria	-1,9	-1,3	-0,4	0,0	0,9
Bèlgica	-1,9	-1,2	1,2	1,7	0,0
Espanya	-1,9	-1,2	1,2	1,7	-0,2
Finlàndia	-1,6	-1,4	-1,0	-0,8	-0,4
França	-2,1	-1,8	1,1	1,3	-1,9
Grècia	-2,5	-2,1	5,2	5,4	7,2
Irlanda	-1,9	-1,5	-1,7	-1,4	1,1
Itàlia	-0,5	0,5	4,2	4,9	2,2
Països Baixos	-1,4	-1,2	-1,5	-1,3	1,6
Portugal	-1,8	-0,9	2,3	2,9	2,6

Notes: * S'assumeix un creixement del PIB nominal estable i coherent amb la previsió a llarg termini de l'FMI a l'octubre del 2019. En l'«escenari forwards», el cost del deute es projecta a partir de les expectatives de tipus d'interès de mercat. En l'«escenari 2019», s'assumeix que el cost del deute es manté constant en el nivell del 2019.

** El 2021, s'imposa un creixement del PIB nominal coherent amb les últimes previsions de l'FMI (que dibuixen un rebot per damunt de la taxa a llarg termini). De llavors ençà, es torna a assumir un creixement igual al de llarg termini.

Font: CaixaBank Research, a partir de càlculs propis i de dades i previsions de l'FMI.

Tipus d'interès i sostenibilitat del deute a la zona de l'euro

	Cost del deute (%)			Ràtio de deute 2020 (% del PIB) ***
	Cost a partir del qual es desestabilitzaria la ràtio de deute **	Cost el 2019	Cost mitjà 2000-2019	
Alemanya	6,20	1,32	3,42	69
Àustria	4,65	2,00	3,96	85
Bèlgica *	3,05	1,95	4,00	115
Espanya *	3,25	2,32	4,00	113
Finlàndia	2,77	1,37	3,46	70
França *	1,44	1,50	3,48	115
Grècia	6,39	1,66	3,93	201
Irlanda	6,60	2,21	3,89	63
Itàlia *	3,57	2,47	4,10	156
Països Baixos	6,40	1,45	3,57	58
Portugal	5,18	2,55	4,06	135

Notes: * Països amb ràtios superiors al 100% i on el tipus que desestabilitzaria el deute és inferior a la mitjana històrica.

** S'assumeix un saldo primari igual a la mitjana del 2015-2019 (ajustat pel cicle) i un creixement del PIB nominal en funció de les previsions a llarg termini de l'FMI a l'octubre del 2019.

*** Previsió per al 2020 de l'FMI.

Font: CaixaBank Research, a partir de càlculs propis i de dades i previsions de l'FMI.

Ens hem de preocupar?

La nostra anàlisi suggereix que la sostenibilitat del deute públic no està en dubte. No obstant això, també mostra que l'entorn és molt exigent i situa el BCE en una posició clau. Però igual de clau serà aconseguir una recuperació dinàmica de l'activitat, i, per aconseguir-la, cal una acció coordinada de la política econòmica.

Adrià Morron Salmeron