

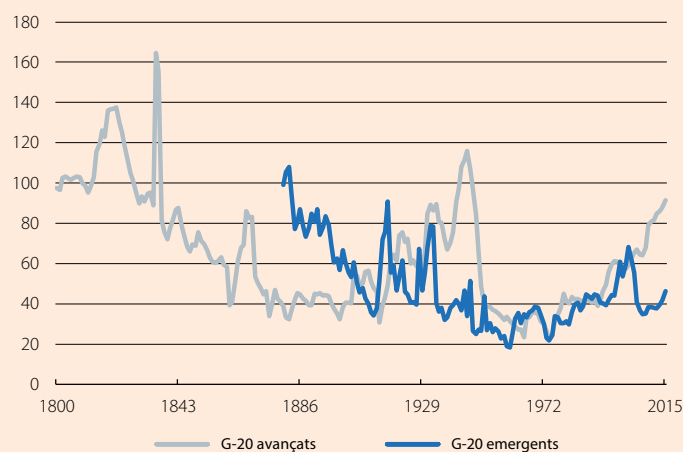
Què fer davant els grans augments de deute públic? Un recorregut històric

La ressaca de la COVID-19 deixarà una factura important a les arques públiques. Segons les previsions de l'FMI, el deute públic global assolirà el 2020 el 101,5% del PIB mundial, gairebé 20 p. p. per damunt de la dada del 2019. A les economies avançades, se situarà en el 122% del PIB.

Malgrat la magnitud de les dades, no ens trobem davant un episodi aïllat en la història. Al llarg dels segles, altres esdeveniments excepcionals, com guerres, crisis econòmiques i, efectivament, també pandèmies, han provocat necessitats similars de finançament als estats i han disparat el deute públic. Però la manera d'abordar les escalades ha pres camins diferents.

Deute públic

(% del PIB)



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

El deute públic ocupa el focus d'atenció de l'economia des de fa relativament poc. L'opció d'emetre bons sobirans i d'endeutar-se als mercats no es va generalitzar fins al segle XVII, gràcies a la formació d'uns estats moderns amb una major provisió de béns públics, i, ja al segle XIX, amb el desenvolupament dels mercats de capitals internacionals. Fins llavors, l'endeutament públic havia estat més l'excepció que la norma.¹

La història recent ens mostra que les escalades de deute es poden gestionar de dues maneres. Una és la via ortodoxa, que consisteix a reduir-la mitjançant l'impuls del creixement econòmic i l'encadenament de superàvits primaris (no inclouen el pagament d'interessos). La segona és la via heterodoxa, que inclouria la reestructuració del deute, la generació d'inflació per rebaixar-ne el valor o les mesures de repressió financera per reduir els tipus d'interès. Adoptar un enfocament heterodox implica assumir riscos seriosos, ja que desincentiva els inversors internacionals a comprar el deute, escurça la durada a la qual s'emet i l'encareix.

En el segle XIX, clarament van dominar els postulats ortodoxos. En concret, va haver-hi tres episodis, estudiats amb especial interès pels economistes, que es van caracteritzar per un gran increment del deute públic: les guerres napoleòniques al Regne Unit (que van disparar el deute públic fins al 194% del PIB el 1822, percentatge que supera el deute grec del 2012), la guerra franco-prussiana i la guerra civil dels Estats Units. En els tres casos, es va aconseguir reduir el deute amb èxit, tot i que el Regne Unit va trigar gairebé un segle a fer-ho, gràcies a l'encadenament d'importants superàvits primaris (amb una mitjana de l'1,6% del PIB entre el 1822 i el 1913). El creixement econòmic, en canvi, no va ajudar gaire, ja que, en els tres casos, es va situar, de mitjana, per sota del tipus al qual es finançava el Tresor. Òbviament, aquests superàvits primaris van exigir una disciplina fiscal molt estricta: d'una banda, es va contenir la despesa pública i, de l'altra, es van crear noves mesures impositives de gran importància (als EUA i al Regne Unit, la creació de l'impost sobre la renda va ser una peça fonamental).

El panorama que emergeix del segle XX presenta molts més matisos. A les economies avançades, cal distingir dos períodes diferents d'acumulació de deute públic. El primer va tenir lloc als anys trenta i quaranta i va ser conseqüència de la Gran Depressió i de les necessitats de finançament que va comportar la Segona Guerra Mundial. El segon es va estendre al llarg dels anys setanta i vuitanta i el van provocar una desacceleració de la productivitat, uns tipus d'interès més alts i un augment de la despesa pública, que van inaugurar una tendència a l'alça del deute que es va accelerar després de la Gran Recessió i que ha arribat fins als nostres dies. A les economies emergents, destaca l'escalada del deute a Llatinoamèrica, als anys trenta i als vuitanta, i a l'est d'Àsia, als noranta.

En els 100 últims anys, destaquen, en especial, dos casos d'èxit de reducció de deutes públics elevats, amb enfocaments molt diferents. El primer va tenir lloc després de la Primera Guerra Mundial: entre el 1921 i el 1929, es va aconseguir disminuir el deute públic de les economies avançades de l'actual G-20 del 74,1% del PIB al 58,5%. La consolidació del deute es va aconseguir, principalment, mitjançant la disciplina fiscal, tot i que també va jugar un paper important un diferencial positiu entre el creixement i la taxa d'interès. Aquest procés va culminar amb la Moratòria de Hoover, que va permetre que, el 1931, les economies europees suspenguessin els seus pagaments de deute als EUA relacionats amb la Primera Guerra Mundial, una suspensió que va passar a ser definitiva a partir del 1934.

1. Alguns exemples primerencs són els préstecs que el Papa de Roma Urbà IV va sol·licitar a banquers toscans per pagar les tropes dels seus aliats en el conflicte amb el Sacre Imperi Romanogermànic el 1260 o, també a l'Edat mitjana, l'emissió per part de les ciutats italianes de títols de deute que reportaven pagaments al creditor durant tota la seva vida o a perpetuïtat, sense que s'hagués de repagar el principal del deute.

Descomposició de les principals reduccions de deute públic

Economia	Període	Deute/PIB inici	Deute/PIB final	Contribució saldo primari	Contribució g-i	Contribució resta de factors *
Regne Unit	1822-1913	194,1	28,3	180,5	-95,6	15,1
EUA	1867-1913	30,1	3,2	151,1	-46,3	-4,8
França	1896-1913	95,6	51,1	100,4	-1,9	1,6
Economies avançades G-20	1921-1929	74,1	58,5	64,0	53,0	-16,0
Economies avançades G-20	1945-1975	116,0	24,3	46,0	75,0	-21,0

Nota: * La resta de factors inclou efectes de valoració en divisa estrangera, reestructuracions de deute, impagaments o costos de recapitalització bancaris.

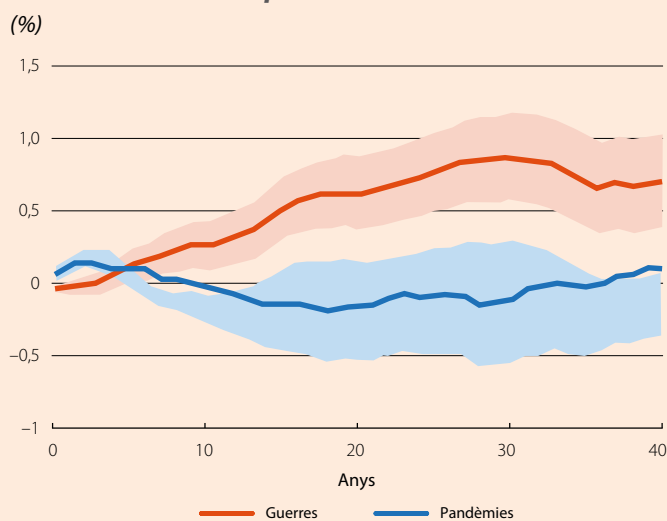
Font: Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. i Mitchener, K. J. (2019), «Public debt through the ages», National Bureau of Economic Research, núm. w25494.

El segon cas va ser la reducció del deute després de la Segona Guerra Mundial a les economies avançades, que va passar del 116% del PIB el 1946 al 24% el 1975. En aquesta ocasió, van tenir més pes els elements heterodoxos, ja que els tipus d'interès reals es van situar en terreny negatiu gràcies a les mesures de «repressió financera» (com topalls als tipus d'interès o requeriments de reserves més alts als bancs), en combinació amb una inflació elevada generada per les polítiques monetàries expansives. Aquests tipus baixos, en conjunció amb una economia en reconstrucció, en què la inversió es va recuperar amb força, van conduir a un diferencial favorable entre el creixement i les taxes d'interès que explica el 75% de la reducció (vegeu la taula).² En canvi, la política fiscal va tenir un paper menys rellevant.

Finalment, pel que fa a la sostenibilitat del deute públic, és interessant analitzar quines lliçons podem extreure de les pandèmies passades. Un element positiu és que l'evidència empírica³ mostra, amb dades del Regne Unit, que després de les pandèmies, la

diferència entre el creixement i la taxa d'interès real és lleugerament positiva de manera persistent (+50 p. b., de mitjana, durant els 20 anys posteriors a la pandèmia, tal com s'observa a l'últim gràfic), ja que la falta d'oportunitats d'inversió per un excés de capital per treballador i l'augment de l'estalvi de les famílies tendeixen a reduir els tipus d'interès. Aquest diferencial favorable ha estat un baló d'oxigen important per a l'economia en les pandèmies anteriors, tot i que la situació actual és més matisada, ja que un dels principals canals que deprimien els tipus en pandèmies passades –la reducció de la inversió– s'explicava per una disminució de la força laboral que feia que el capital per treballador augmentés (quelcom que no succeeix amb la COVID-19, ja que la letalitat es concentra, principalment, en les persones més grans ja jubilades). No obstant això, l'estalvi sí que augmenta de manera important –tendència que podria exhibir una certa persistència–, la qual cosa, juntament amb les actuacions dels bancs centrals per mantenir baixos els costos de finançament i amb les forces estructurals que pressionen els tipus a la baixa (com l'envelliment poblacional), permet pensar que la diferència entre el creixement i el tipus d'interès serà també positiva després de la pandèmia actual. En canvi, en el cas dels conflictes bèl·lics, està documentat que es produeixen també augments molt considerables

La sostenibilitat del deute després de les pandèmies: diferencial entre el tipus d'interès i el creixement



Notes: És el tipus d'interès natural (el que equilibra l'estalvi i la inversió). L'estudi se centra en les 12 pandèmies més severes que ha patit Europa des de la pesta negra. Interval de confiança del 95%.
Font: Jordà, Ò., Singh, S. R. i Taylor, A. M. (2020), «Longer-run economic consequences of pandemics», National Bureau of Economic Research, núm. w26934.

del deute públic, però ja no hi ha una diferència favorable entre el creixement i els tipus d'interès; ben al contrari, s'observen augments significatius dels tipus a causa de la destrucció de capital físic.

En definitiva, la història ens mostra que ja s'han produït situacions excepcionals que han generat grans augments del deute públic. I, no obstant això, hi ha llum al final del túnel: hi ha camins per reduir-lo de manera gradual i assegurar-ne la sostenibilitat. En la situació actual, poc més es pot demanar a la política monetària: els tipus estan en mínims històrics i, a la zona de l'euro, la decidida actuació del BCE ha servit per anestesiar les primes de risc i per reduir els costos de finançament. Així que una reducció reeixida del deute a mitjà termini requerirà, principalment, un creixement econòmic fort, que haurà d'anar acompanyat d'unes finances públiques sanejades i robustes. La partida no ha fet més que començar.

Javier Garcia-Arenas i Adrià Morron Salmeron

2. Vegeu Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. i Mitchener, K. J. (2019), «Public debt through the ages», National Bureau of Economic Research, núm. w25494.

3. Vegeu Jordà, Ò., Singh, S. R. i Taylor, A. M. (2020), «Longer-run economic consequences of pandemics», National Bureau of Economic Research, núm. w26934.