

El deute públic europeu a mitjà termini: sostenibilitat i reptes

El deute públic europeu augmentarà de forma molt important el 2020. Segons la Comissió Europea, a la zona de l'euro, passarà del 86% del PIB del 2019 al 103% del PIB. Ateses les circumstàncies actuals, aquest augment és inevitable i, fins a un cert punt, desitjable. En efecte, el xoc macroeconòmic provocat per la COVID-19 obliga els governs dels diferents Estats membres a una actuació ambiciosa per esmorteir al màxim la caiguda de l'activitat i fer costat als sectors més afectats. De fet, es pot argumentar que, per evitar una recessió llarga, el cost de les mesures fiscals s'hauria d'acostar al nivell al qual caigui el PIB.¹

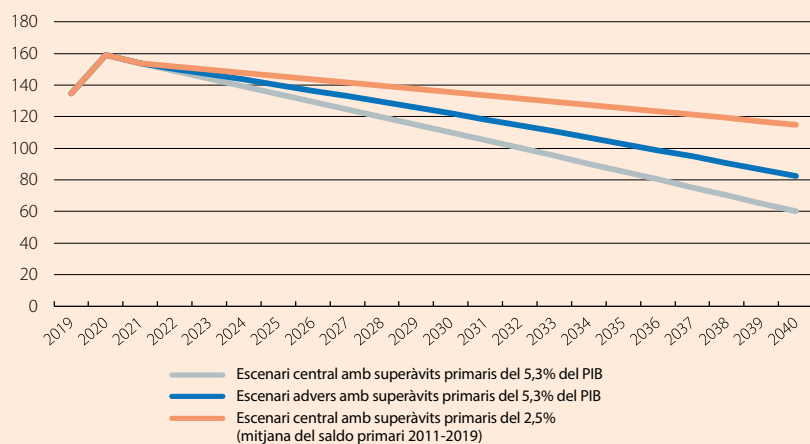
No obstant això, malgrat que aquest augment del deute públic és inevitable a curt termini si volem evitar un agreujament de la situació econòmica, és cert que planteja reptes importants a mitjà termini tant des del punt de vista de la sostenibilitat com dels efectes macroeconòmics que pot comportar.

Pel que fa a la sostenibilitat, la veritat és que la situació és manejable sempre que s'abordi, quan se superi el pitjor de la crisi, l'esmentada reducció del deute públic. Segons la Comissió Europea,² el deute públic assolirà el seu pic el 2020, però, a partir d'aquí, seguirà una trajectòria descendent que permetrà que es redueixi de forma progressiva. Malgrat tot, en els propers anys, la reducció del deute serà molt gradual: segons les simulacions de la Comissió, el 2024, el deute públic de la zona de l'euro se situarà encara entre el 90% i el 100% del PIB amb el 80% de probabilitat.

Quins factors ens poden empènyer a adoptar una visió relativament optimista? Doncs, per exemple, que els ambiciosos programes de compra d'actius del BCE al mercat secundari han aconseguit comprimir les primes de risc de les economies perifèriques, de manera que un repunt del risc sobirà no apareix al radar. A més a més, altres factors que cal destacar són el diferencial positiu entre la taxa de creixement de l'economia (g) i uns tipus d'interès (r) en mínims històrics, així com la composició del deute públic europeu (el venciment de les obligacions ha augmentat i, a mitjan 2020, es va situar, de mitjana, en uns folgats 7,5 anys). Aquest diferencial positiu proveeix una xarxa de seguretat a curt termini, però serà indispensable dissenyar un pla que garanteixi la sostenibilitat dels comptes públics, perquè, tard o d'hora, el tipus d'interès al qual es finança el tresor públic repuntarà.³

Itàlia: vies de reducció del deute públic

(% del PIB)



Notes: D'acord amb la previsió a llarg termini de l'FMI de l'octubre del 2019, s'assumeix un creixement del PIB nominal estable del 2,2%. S'assumeix que el cost del deute es manté constant en el nivell del 2019 (el 2,5%). Previsions de dèficit i de deute públic de la Comissió Europea per al 2020 i per al 2021. L'escenari advers assumeix un creixement del PIB 0,5 p. p. inferior i un cost del deute 50 p. b. superior.

Font: CaixaBank Research.

Per filar més prim, hem realitzat un petit exercici de sostenibilitat amb el deute públic d'Itàlia, un dels més elevats d'Europa (no en va, al costat de Grècia, és l'única economia europea amb un deute públic per damunt del 120% del PIB el 2019, i es preveu que s'enfilí fins al 160% el 2020), i l'hem comparat amb el d'una economia molt sanejada com Alemanya.

En el cas d'Itàlia, no es qüestionarà la sostenibilitat del deute públic si, a un creixement econòmic decent (que exigirà reformes econòmiques), se li afegeix un esforç fiscal notable: amb uns supòsits raonables de creixement i de cost del deute, per assolir un deute públic del 60% del PIB el 2040 (coherent amb el Pacte d'Estabilitat i Creixement), Itàlia hauria de mantenir superàvits primaris del 5,3% del PIB fins al 2040, molt per damunt del 2,5% mitjà dels vuit últims anys (vegeu el primer gràfic), quelcom que no ha fet cap país del món en la història recent. Amb la

mitjana esmentada de superàvits primaris del 2,5% del PIB, el deute es reduiria, però no arribaria al 60% fins al... 2065. I per, aconseguir una trajectòria descendent del deute, seria suficient sostenir superàvits primaris superiors al 0,6% del PIB.

En canvi, a Alemanya, que parteix d'uns comptes públics molt sanejats, la situació és clarament més plàcida: el país germànic es podria permetre el luxe de sostenir dèficits primaris del 0,6% del PIB fins al 2040 (la mitjana dels vuit últims anys ha estat un superàvit primari de l'1,7%) per assolir el 60% del PIB en aquest any.

1. Vegeu l'editorial «Mesures excepcionals per a temps excepcionals», a l'IM04/2020.

2. Vegeu l'informe de la Comissió Europea «Assessment of public debt sustainability and COVID-related financing needs of euro area Member States» de l'abril del 2020.

3. L'evidència històrica ens diu que les economies amb $g-r > 0$ però amb unes ràtios de deute públic i de PIB superiors a la mitjana tenen probabilitats superiors al 75% de passar a $g-r < 0$, en relació amb el 25% d'economies que exhibeixen unes ràtios de deute públic i de PIB inferiors a la mitjana. Vegeu Lian, W., Presbitero, A. F. i Wiria-dinata, O. (2020), «Public Debt and $r-g$ at Risk», IMF Working Paper, 20/137.

Reduir el deute públic serà necessari per assegurar que no hi hagi problemes de sostenibilitat que puguin provocar inestabilitat financera i dificultats als països per finançar-se als mercats. No obstant això, aquesta no és l'única raó: hi ha un ampli consens entre els economistes sobre el fet que no reduir un deute públic elevat té efectes negatius sobre el creixement a curt i a mitjà termini. A curt termini, un deute elevat és especialment problemàtic a la zona de l'euro, ja que és una unió monetària en què les autoritats nacionals utilitzen, principalment, eines fiscals per atenuar els xocs econòmics asimètrics. I un deute elevat implica un marge menor per desenvolupar polítiques fiscals contracíclics. Quelcom que ja albirem amb la COVID-19 si comparem el folgat marge fiscal d'Alemanya amb el marge més reduït de països amb deutes públics elevats, com Itàlia o Espanya.

A mitjà termini, un deute públic elevat llasta el creixement, principalment a través de dos canals. D'una banda, l'evidència empírica⁴ mostra que les majors necessitats de finançament de les Administracions públiques redueixen el finançament disponible per al sector privat. La conseqüència és una menor inversió empresarial a nivell agregat. De l'altra, la necessitat d'apujar els impostos en el futur per reduir el deute públic disminuirà el consum de les famílies, ja que la seva renda disponible futura serà menor.

Alguns números són il·lustratius per fer-se una idea de l'impacte macroeconòmic. Dos economistes de l'FMI⁵ estimen que, de mitjana, un increment inicial de 10 p. p. de la ràtio de deute públic i de PIB en una economia redueix en 0,2 p. p. a l'any el creixement del seu PIB real *per capita*, un efecte que s'explica, principalment, per la reducció de la inversió i per una acumulació del capital menor.

A nivell europeu, un estudi recent⁶ estima que un augment del deute públic del 60% al 120% a les economies perifèriques de la zona de l'euro podria arribar a generar una pèrdua permanent pròxima al 3,0% del PIB a llarg termini. Aquest exercici ens deixa una altra lliçó interessant: com més gran sigui el grau de distorsió dels impostos que s'augmentin, més sever serà l'efecte negatiu de tenir un deute públic elevat. En altres paraules, la política impositiva importa molt, i això explica la importància de tenir un sistema tributari simplificat i eficient.

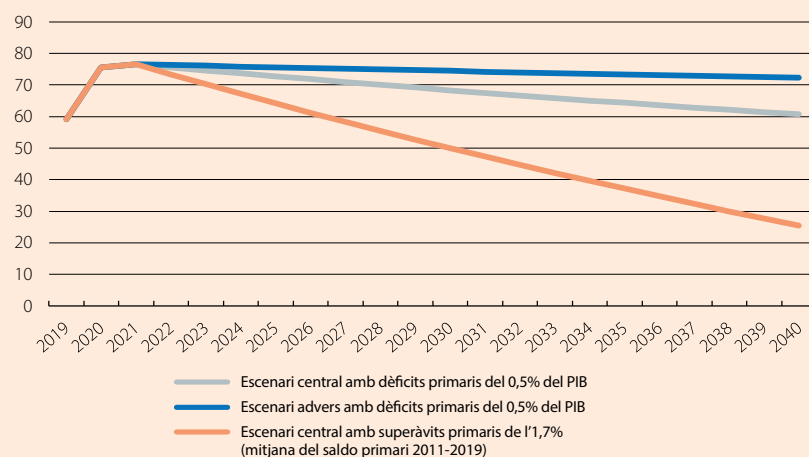
Malgrat que serà necessari reduir el deute públic, cal reconèixer que hi ha maneres i maneres d'assolir aquest objectiu. En concret, cal escometre aquest procés amb *finezza* i amb sensatesa: hi ha estudis que ens adverteixen que reduccions molt ràpides del deute públic en absència de problemes de sostenibilitat poden generar efectes contractius galopants però beneficis (en forma d'una menor probabilitat de crisi de deute en el futur) molt petits.⁷ A més a més, s'ha començat a qüestionar que sigui una bona idea centrar-se en excés a determinar els llindars de deute públic (tradicionalment, al voltant del 90% del PIB, tot i que, en realitat, depenen de les característiques de l'economia de cada país) que són negatius per al creixement: alguns economistes⁸ aconsellen fixar-se menys en les quantitats absolutes i més en si el deute segueix una senda descendent i si la seva composició és raonable.

En definitiva, Europa s'enfronta al repte de realitzar de forma compassada una reducció del deute públic a mitjà termini. És molt positiu constatar que aquest procés s'hauria de poder escometre sense gaires dubtes sobre la seva sostenibilitat. Les principals palanques per aconseguir-ho seran, com sempre, l'augment del creixement econòmic i una gestió assenyada dels comptes públics. El repte no serà fàcil, sobretot en un continent envellit en què una part molt important de la despesa pública és inercial. Però que no sigui fàcil no significa que no es pugui aconseguir i, menys encara, que no s'hagi d'intentar.

Javier Garcia-Arenas i Adrià Morron Salmeron

Alemanya: vies de reducció del deute públic

(% del PIB)



Notes: D'acord amb la previsió a llarg termini de l'FMI de l'octubre del 2019, s'assumeix un creixement del PIB nominal estable del 3,3%. S'assumeix que el cost del deute es manté constant en el nivell del 2019 (l'1,3%). Previsions de dèficit i de deute públic de la Comissió Europea per al 2020 i per al 2021. L'escenari advers assumeix un creixement del PIB 0,5 p. p. inferior i un cost del deute 50 p. b. superior.

Font: CaixaBank Research.

4. Vegeu Huang, Y., Panizza, U. i Varghese, R. (2018), «Does public debt crowd out corporate investment? International evidence», IHEID Working Papers, 08-2018.

5. Woo, J. i Kumar, M. S. (2015), «Public debt and growth», *Economica*, 82(328), 705-739.

6. Burriel, P. et al. (2020), «Economic Consequences of High Public Debt: Evidence from Three Large Scale DSGE Models», ECB Working Paper Series, núm. 2.450.

7. Vegeu Ostry, M. J. D., Ghosh, M. A. R. i Espinoza, R. A. (2015), «When should public debt be reduced?», *Fons Monetari Internacional*.

8. Vegeu Pesaran, M. et al. (2015), «Is there a debt-threshold effect on output growth?», *Federal Reserve Bank of Dallas*, núm. 245.