El pes en deute de la COVID-19

La COVID-19 ens ha sacsejat de dalt a baix i s'ha imposat com una protagonista més de les nostres vides. Ha alterat els nostres costums i ha canviat el món en què vivim. Des d'allò més petit a allò més gran: ha desplaçat el futbol o el temps com a temes de conversa informals (i formals) i ha enfonsat l'economia mundial en la pitjor recessió dels temps moderns. La COVID-19 també modelarà el món del futur. En aquestes pàgines hem parlat del teletreball, de la digitalització o del comerç internacional.[1] Un altre dels seus tentacles serà una gran motxilla de deute. Quant pesarà i com condicionarà el món de demà? Ho explorarem en les pàgines següents d'aquest Dossier. Primer, però, comencem per les dades.

Dimensió, abast i velocitat

Davant un cop excepcional, l'increment del deute serà també excepcional: en dimensió, en velocitat i en abast. El sector públic, per la seva capacitat d'endeutar-se més i en millors condicions (tipus d'interès més baixos i venciments més llargs), absorbirà el gros d'un increment que, com ho mostra la taula, ens situarà en uns nivells de deute gairebé mai vistos (els precedents històrics es troben estretament vinculats a grans guerres).[2] A més a més, l'augment serà extraordinàriament abrupte. Per exemple, a Itàlia i a Espanya, es preveu un salt de +25 p. p. de PIB en només un any, quan, després de la crisi financera del 2007-2008, es va trigar cinc i tres anys, respectivament, a acumular un increment semblant (i això que es partia d'un marge de maniobra fiscal més gran).

Deute públic: previsions per al 2020 i màxims històrics

	Increment previst (p. p.)	Nivell previst (%)	Màxim històric (segons dades disponibles)
Avançades	17	122	Any 1835 (165%)
EUA	22	131	Any 2020
Japó	15	252	Any 2020
Regne Unit	10	96	Any 1947 (264%)
Zona de l'euro	16	101	–
Alemanya	12	72	Any 2020
Espanya	25	121	Any 1880 (162%)
França	21	119	Any 1921 (237%)
Itàlia	25	160	Any 1920 (160%)
Països Baixos	11	60	Any 1834 (247%)
Portugal	23	140	Any 2020
Emergents	9	62	Any 1882 (108%)
Xina	11	65	Any 2020
Brasil	9	98	Any 1884 (121%)
Mèxic	8	61	Any 1986 (78%)
Europa emergent	7	37	–

Font: *CaixaBank Research, a partir de previsions pròpies (Espanya i Portugal), del consens de Focus Economics del setembre del 2020 (resta de la zona de l'euro) i del Fiscal Monitor de l'FMI de l'abril del 2020 (resta). Dades històriques de l'FMI (Historical Public Debt Database).*

És més, la taula també mostra que el repunt del deute públic serà generalitzat a les economies avançades i a les emergents. De fet, malgrat que els increments siguin una mica més baixos entre els emergents, la seva situació és particularment delicada, perquè tenen menys marge fiscal, depenen més del finançament exterior i són més propensos a patir crisis de deute. Per aquest motiu són especialment importants els programes d'alleujament del deute que han posat en marxa el G-20, l'FMI i altres organismes internacionals.[3]

Mentre que l'increment de deute públic es produeix des d'un punt de partida ja elevat, en general les famílies parteixen de nivells de deute clarament inferiors als que ostentaven a l'avantsala de la crisi financera del 2007-2008 (vegeu el primer gràfic), la qual cosa, si més no, suggereix que encaren les turbulències de la COVID-19 amb balanços més sanejats. No obstant això, la situació del deute empresarial és una mica més mixta. Al llarg de l'última dècada, les empreses s'han desendeutat clarament en països com Espanya, Itàlia i Portugal i han mantingut nivells de deute relativament moderats als EUA i a Alemanya i elevats a França. Malgrat això, han emergit vulnerabilitats, com el deteriorament de la qualitat del deute corporatiu als EUA, en especial pel nombre relativament elevat d'empreses susceptibles de ser un «àngel caigut» (empreses amb un deute aparentment de bona qualitat, però que, amb una petita rebaixa de la nota creditícia, passarien a tenir un ràting de grau especulatiu) i pel creixement del deute en empreses que ja partien de nivells d'endeutament elevats.[4] A més a més, entre les economies emergents, s'ha produït un creixement molt fort del deute corporatiu a la Xina, on s'ha triplicat amb escreix des del 2008.[5]

Primeres pistes en les dades

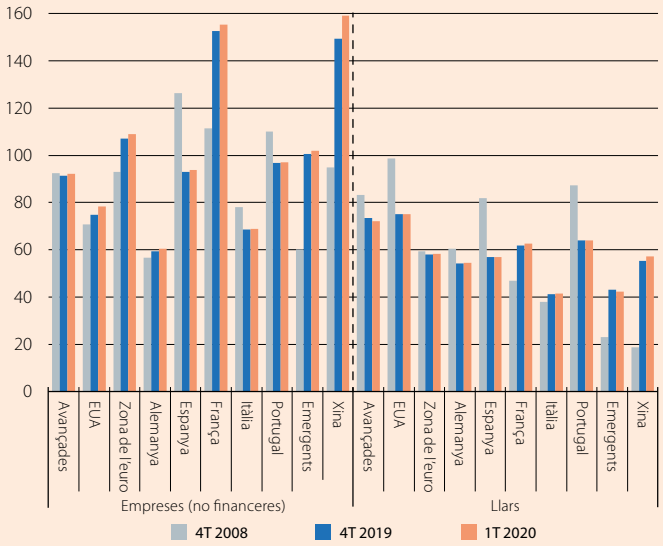
Precisament, la Xina és un dels primers països per als quals tenim dades sobre l'impacte de la COVID-19 sobre el deute privat,[6] i les magnituds són significatives: mentre que l'endeutament de les llars amb prou feines va augmentar en 2 p. p. de PIB en el 1T

1. Vegeu el Dossier «El món després de la COVID-19», a l'IM05/2020, i el Dossier «Teletreball, una herència de la pandèmia», a l'IM09/2020.
2. La magnitud final és incerta, ja que depèn de fins quin punt acabi caient el PIB el 2020 (determinarà la dimensió final dels estabilitzadors automàtics, les mesures discrecionals i les garanties públiques al crèdit que s'executin).
3. Vegeu Arellano, C. et al. (2020), «Deadly Debt Crises: COVID-19 in Emerging Markets», NBER Working Paper.
4. A l'inici de l'any, entre el 10% i el 15% del deute corporatiu amb qualitat de 'grau d'inversió' estava només a un o a dos graons de caure a 'grau especulatiu'. Recentment, hem analitzat les dues vulnerabilitats al Focus «Les vulnerabilitats del deute corporatiu davant un xoc històric», a l'IM05/2020.
5. Analitzem les seves vulnerabilitats al Focus «El deute corporatiu xinès: hi ha motius per preocupar-se?», a l'IM10/2016.
6. A la Xina, la patacada econòmica de la COVID-19 es va concentrar en el 1T 2020, últim trimestre per al qual el BIS publica dades de qualitat per al deute en una comparativa internacional.

2020, el deute empresarial (no financer) va repuntar en 10 p. p. i es va apropar de nou als màxims que tant havien preocupat el 2015 i el 2016. Entre les economies avançades, la informació encara és escassa, perquè el càstig de la COVID-19 es va concentrar en el 2T 2020, però les primeres dades disponibles per als EUA[7] mostren un salt en el deute corporatiu i una relativa normalitat a les llars: entre el gener i el juny, el deute empresarial no financer va augmentar el 9,4% (aproximadament el doble de l'increment total registrat el 2019), mentre que l'endeutament de les llars es va mantenir molt més estable (el +1,9%, una xifra semblant a la registrada en el mateix període de l'any passat). De fet, quan es desagreguen aquestes dades, es veu clarament que mesures com les moratòries sobre els préstecs (en especial els hipotecaris) i els avals públics a línies de crèdit han evitat un tensionament dels balanços de les famílies i de les empreses. És més, arran dels ajuts rebuts, de l'estalvi precautori i de la recuperació de les cotitzacions financeres, en realitat, la llar mitjana nord-americana ha millorat els seus matalassos financers. De tota manera, i malgrat que la gran bateria de mesures econòmiques contra la COVID-19 fa preveure que el gros de l'endeutament serà públic, la millora en els balanços de les llars és probablement temporal, i, en el conjunt d'empreses i famílies, dependrà molt de l'evolució de l'activitat i del mercat laboral en els propers trimestres.

Deute privat a nivell global

(% del PIB)



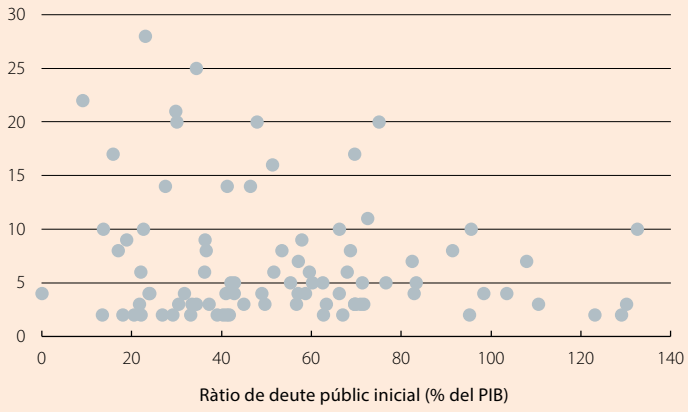
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BIS.*

Una càrrega menys pesada del que aparenta?

En les pròximes pàgines d'aquest Dossier, analitzarem les lliçons que ens ofereixen altres episodis històrics i les possibles conseqüències d'aquest increment fort, abrupte i generalitzat del deute. Abans, però, és important destacar que l'increment del deute és una reacció necessària i eficaç per suavitzar el mal d'una caiguda sense precedents en els ingressos de les famílies i de les empreses: endeutar-se consisteix a trossejar aquesta caiguda excepcional en parts més petites i distribuir-les al llarg del temps. De fet, la resposta mateixa de la política econòmica incentiva i facilita l'increment del deute, tant públic (amb un augment molt important de la despesa a través d'estabilitzadors automàtics i de mesures discrecionals) com privat (a través de les garanties i d'una política monetària acomodatícia).

Deute públic i r-g

Durada de l'episodi r-g<0 (anys)



Nota: *Mostra de 17 economies avançades entre els anys 1950 i 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Jordà et al. (2017), «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts», NBER Macroeconomics Annual.*

En valorar el nou món de deute que ens espera, cal considerar, d'una banda, l'increment en els nivells del deute (excepcional però necessari i, com veurem, factible de gestionar) i, de l'altra, la càrrega d'aquest deute (fluxos de pagaments del deute en relació amb els fluxos d'ingressos de les famílies, de les empreses i dels governs). En un entorn de tipus d'interès baixos i amb un deute finançat amb venciments llargs, aquesta càrrega del deute hauria de ser suportable. I, fins i tot, es pot alleugerir una mica si s'aprofiten els tipus d'interès baixos per refinançar deutes antics. No obstant això, la clau és que la recuperació de l'economia sigui el més dinàmica i sostenible possible: si l'activitat s'enquista i pateix danys permanents, els ingressos de les famílies, de les empreses i dels governs patiran i la càrrega del deute pesarà més. Així mateix, sempre que la recuperació estigui canalitzada, també serà clau encarar la reducció del deute. Pot ser temptador acomodar-se en el matalàs d'un creixement dels ingressos (g) superior al pagament dels interessos (r), però l'experiència històrica aconsella cautela: com mostrem a l'últim gràfic, aquests períodes de r<g tendeixen a ser més curts i menys freqüents com més elevat és el nivell de deute.[8]

Adrià Morron Salmeron i Javier Garcia-Arenas

7. L'Informe trimestral sobre el deute i el crèdit a les llars, de la Fed de Nova York, i els Comptes financers publicats per la Reserva Federal en conjunt.
8. Vegeu Lian, W. et al. (2020), «Public Debt and r-g at Risk», IMF Working Paper. Els autors desenvolupen i sustenten empíricament aquesta fragilitat.