

## Repunt abrupte del deute públic: resistirà la zona de l'euro?

- La COVID-19 està provocant un increment abrupte del deute públic. Així i tot, la reducció sostinguda dels tipus d'interès i l'allargament dels venciments donen cobertura a les economies europees i alleugen la càrrega financera.
- El 2021, les necessitats de finançament de les Administracions públiques tenen el suport dels fons europeus i de la política acomodaticia del BCE.

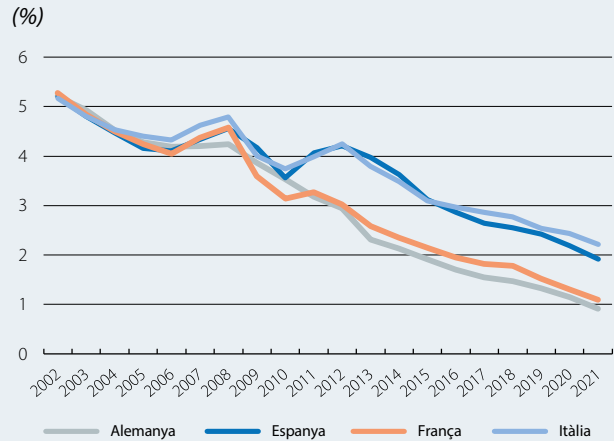
La COVID-19 està provocant un increment abrupte del deute. Des de l'esclat de la pandèmia, les ràtios de deute públic han augmentat de manera sobtada i pronunciada i assoliran nivells gairebé mai vistos (els precedents històrics estan estretament vinculats a grans guerres). Per exemple, a Itàlia i a Espanya, es preveu un salt de +25 p. p. del 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).<sup>1</sup>

L'increment del deute públic és una reacció necessària i eficaç per suavitzar els efectes d'una caiguda sense precedents dels ingressos de les famílies i de les empreses: endeutar-se permet trossejar aquesta caiguda excepcional en parts més petites i distribuir-les al llarg del temps. Així i tot, en molts casos, es parteix de nivells de deute públic ja elevats. La sostenibilitat no està en dubte,<sup>2</sup> però ha generat inquietud, i, a més a més, a mitjà termini, preocupa que una motxilla de deute més pesant llasti el funcionament de l'economia.

Una condició bàsica per gestionar l'increment abrupte del deute públic, i per establir les bases per reduir-lo en el futur, és que les economies es recuperin amb creixements sostinguts. Per aquest motiu és clau que la crisi no s'enquisti (per exemple, per una política econòmica massa tímida o per una retirada prematura de l'estímul) i que s'aprofitin les oportunitats per dinamitzar el creixement de fons (per exemple, millorant la capacitat d'adaptació a les noves tecnologies i a les transformacions energètiques i mediambientals).

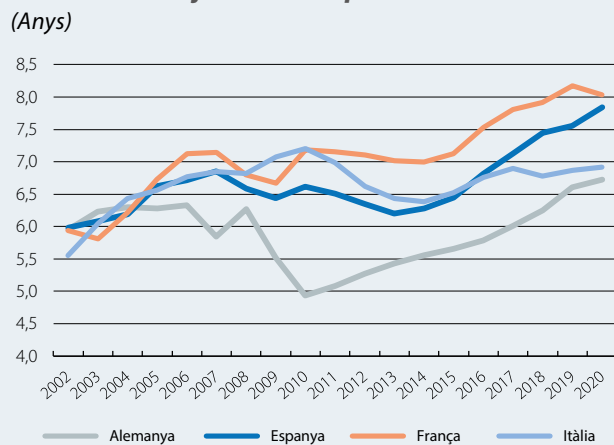
A més a més, a l'hora de valorar les conseqüències de l'augment del deute, no solament cal tenir en compte el nivell al qual se situarà, si no que, a curt termini, també és molt rellevant la càrrega financera que això comporta (els fluxos de pagaments del deute en relació amb els fluxos d'ingressos). En un entorn de tipus d'interès baixos i d'un deute finançat amb venciments llargs, la càrrega financera hauria de ser suportable. I, de fet, a la zona de l'euro, es donen condicions perquè així sigui. En concret, la reducció sostinguda dels tipus d'interès al llarg de les dues últimes dècades (vegeu el primer gràfic) i l'allargament dels venciments del deute (segon gràfic) donen cobertura a les economies europees i alleugen la càrrega del seu deute en

### Tipus d'interès implícit del deute públic



Font: CaixaBank Research, a partir de dades i de previsions de la Comissió Europea (Previsió de tardor del 2020).

### Venciment mitjà del deute públic



Font: CaixaBank Research, a partir de dades dels Departaments del Tresor d'Alemanya, d'Espanya, de França i d'Itàlia.

termes de fluxos de pagaments. En altres paraules, com ho mostra el tercer gràfic, la càrrega del deute (definida, formalment, com els pagaments d'interessos i del principal que venç com a percentatge del PIB) s'ha tensionat molt menys del que podrien suggerir els increments abruptes de les ràtios de deute sobre el PIB.

El 2021, la reactivació més sostinguda de l'economia hauria de donar un cert alleujament al pes del deute, tant per l'«efecte denominador» del PIB en les ràtios de deute públic o en les ràtios de dèficit públic com per a l'impacte cíclic de l'activitat econòmica sobre els comptes públics (amb la recuperació dels ingressos fiscals i amb una pressió menor dels estabilitzadors automàtics sobre la despe-

1. Vegeu l'article «El pes en deute de la COVID-19», al Dossier de l'IM10/2020.  
 2. Vegeu el Focus «Ens ha de preocupar la sostenibilitat del deute públic a la zona de l'euro?», a l'IM05/2020.

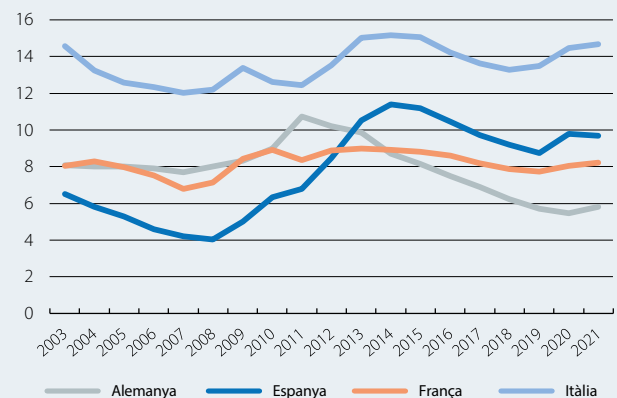
sa). D'altra banda, malgrat que, en aquest escenari, els comptes públics del 2021 no seran tan deficitaris com els del 2020, els saldos públics encara continuaran en terreny clarament negatiu. No obstant això, les necessitats de finançament de les Administracions públiques tenen una bona cobertura. En primer lloc, l'apetència dels inversors ha resistit bé l'embat de la pandèmia, com ho testifica l'èxit de les emissions de deute de tots els Tresors nacionals el 2020. En segon lloc, el 2021, arribaran els primers desemborsaments dels fons europeus dins el programa Next Generation EU.<sup>3</sup> I, en tercer lloc, la política monetària acomodaticia del BCE continuarà oferint un paraigua a la necessària acció de la política fiscal. De fet, els programes de compres d'actius del BCE continuaran força actius als mercats secundaris al llarg del 2021, la qual cosa genera una liquiditat molt notable i afavoreix la disposició dels inversors privats a absorbir les necessitats públiques de finançament als mercats primaris (vegeu el quart gràfic).

La importància del BCE destaca no solament quan s'analitzen els dèficits públics del 2021, sinó també quan s'avalua el pes de l'endeutament en termes de les ràtios de deute sobre el PIB. I és que les ràtios de deute públic ofereixen xifres molt menys tensionades quan es té en compte el paper del BCE (vegeu l'últim gràfic). O, dit d'una altra manera, el deute públic té, en conjunt, una base inversora més estable que la protegeix de les turbulències. A més a més, les ràtios també denoten menys tensió quan es té en compte el deute net: és a dir, els actius financers que té el Govern (com ara reserves d'or, divises estrangeres, dipòsits o títols de deute) es descompten de les ràtios (brutes) que s'utilitzen habitualment. Així i tot, cal no oblidar que, algun dia, el banc central deixarà d'acumular deute públic al seu balanç. Serà important que, llavors, els governs hagin sanejat prou els seus comptes.

Adrià Morron Salmeron

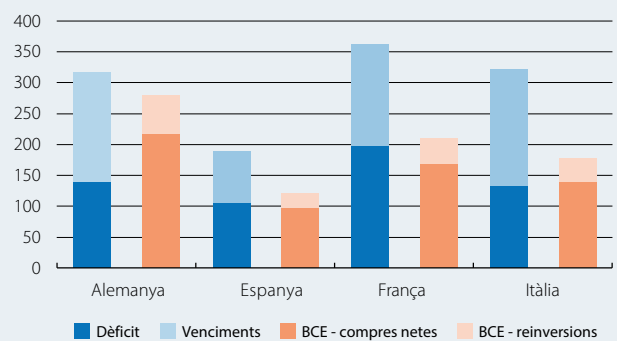
3. Vegeu «Tot el que sempre ha volgut saber sobre el Pla de Recuperació europeu, però mai no ha gosat preguntar», a l'IM11/2020. A més a més, els Estats que ho desitgin també poden disposar dels préstecs del Mecanisme Europeu d'Estabilització (MEDE).

**Estimació de la càrrega del deute \***  
(% del PIB)



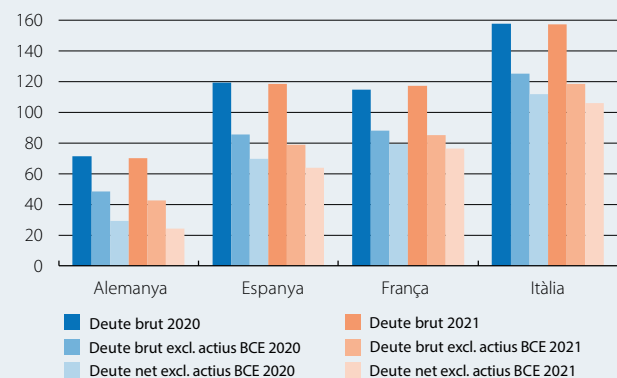
**Nota:** \* Ràtio entre els pagaments d'interessos i de venciments anuals i el PIB nominal.  
**Font:** CaixaBank Research, càlculs propis a partir de dades de la Comissió Europea (cost mitjà del deute, PIB nominal i deute públic brut) i dels Departaments del Tresor d'Alemanya, d'Espanya, de França i d'Itàlia (vida mitjana del deute).

**Necessitats de finançament públic el 2021**  
(Milers de milions d'euros)



**Nota:** S'assumeix que, sota el PEPP, el BCE realitza compres a un ritme de 60.000 milions mensuals (és a dir, semblant al del 4T 2020, i amb el qual, el 2021, es gasta el 65% de la capacitat total restant del programa), mentre que l'APP continua amb unes compres netes de 20.000 milions mensuals al llarg de tot el 2021.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de càlculs i de previsions pròpies, de previsions de la Comissió Europea (previsió de tardor) i de dades dels Departaments del Tresor d'Alemanya, d'Espanya, de França i d'Itàlia.

**Deute públic<sup>(1,2)</sup>**  
(% del PIB)



**Notes:** 1. S'assumeix que, sota el PEPP, el BCE realitza compres a un ritme de 60.000 milions mensuals (és a dir, semblant al del 4T 2020, i amb el qual, el 2021, es gasta el 65% de la capacitat total restant del programa), mentre que l'APP continua amb unes compres netes de 20.000 milions mensuals al llarg de tot el 2021. 2. El deute net sostreu els actius financers propietat del Govern (or, divises, dipòsits, títols de deute, préstecs, assegurances, etc.) del deute brut.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de càlculs i de previsions pròpies i de previsions de la Comissió Europea i del Fons Monetari Internacional.