

## Tot el que sempre ha volgut saber sobre el Pla de Recuperació europeu, però mai no ha gosat preguntar: l'emissió de deute de la UE

Després de l'esclat de la pandèmia, la UE va fer un pas endavant i, amb el Next Generation EU (NGEU), enfortirà el projecte europeu. Destaquen dues dimensions: d'una banda, s'afronten dos grans reptes econòmics a llarg termini, la digitalització i el canvi climàtic; de l'altra, la UE emetrà deute en quantitats molt significatives. Tot seguit, i després de l'article on hem respost les principals preguntes sobre el Pla de Recuperació europeu,<sup>1</sup> tractarem les qüestions relacionades amb aquest augment en l'emissió de deute per part de la UE i amb el seu impacte sobre els mercats financers.

### Quant deute emetrà la UE dins l'NGEU?

Molt probablement, l'emissió serà igual al total de la dotació de l'NGEU, 750.000 milions d'euros,<sup>2</sup> malgrat que dependrà de la quantitat final de fons sol·licitada pels Estats membres. Sembla raonable suposar que s'utilitzaran totalment els 77.500 milions que s'han d'afegir a diversos programes ja existents, com el Fons de Transició Justa o InvestEU, i els 312.500 milions que es lliuraran com a transferències a fons perdut. No obstant això, hi ha més incertesa sobre la proporció que es demanarà dels 360.000 milions disponibles en forma de préstecs en condicions molt favorables (les mateixes amb què la UE aconseguirà finançar-se als mercats).

Tenint en compte que la UE gaudeix d'un cost de finançament molt baix, els estats que més benefici obtindrien de fer-se prestar per la UE serien els que presenten un cost de finançament més alt (com Espanya o Portugal). Així mateix, hi ha alguns països que no obtindrien gaire benefici econòmic de fer-se prestar per la UE en lloc de fer-ho directament al mercat. Així, atès que cada Estat membre pot fer-se prestar fins al 6,8% del seu producte nacional brut (PNB), si els països amb un tipus d'interès del deute més alt el demanessin, ja s'esgotarien els 360.000 milions d'euros.<sup>3</sup> No obstant això, hem de tenir en compte que els aspectes polítics d'acudir a aquest finançament poden descoratjar alguns països (com ha succeït, per exemple, amb el finançament a través del MEDE).

### Com evolucionarà el deute de la UE?

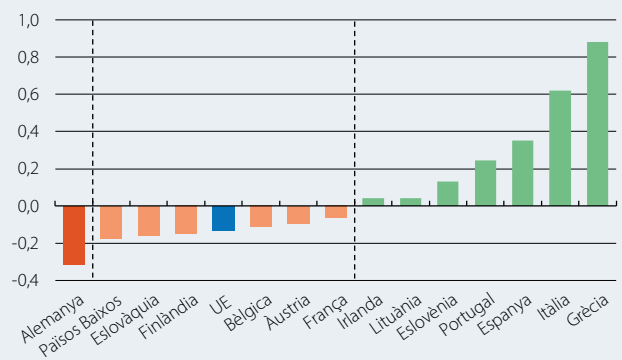
És previsible que la UE compassi les emissions de deute amb els desemborsaments que hagi d'anar realitzant als

1. Vegeu «Tot el que sempre ha volgut saber sobre el Pla de Recuperació europeu, però mai no ha gosat preguntar», a l'IM11/2020.

2. Les quantitats referides a l'NGEU estan sempre expressades en preus del 2018.

3. De fet, se superaria en gairebé 8.000 milions.

### Tipus d'interès sobre el deute a 10 anys (%)



**Nota:** En verd marquem els estats amb incentius econòmics per fer-se prestar; en taronja, els que obtenen un benefici modest o nul, i, en vermell, Alemanya, on el cost de finançament és notablement menor.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg del 22 de febrer.

Estats membres. La UE comprometrà el 70% de les transferències del Fons de Recuperació abans del desembre del 2022 i el 30% restant durant el 2023. No obstant això, els desemborsaments de cada projecte es realitzaran fins al 31 de desembre del 2026. També es preveu que hi hagi un prefinançament del 13% del total del Fons el 2021 (uns 87.000 milions d'euros). D'aquesta manera, sota uns certs supòsits,<sup>4</sup> l'emissió de deute per part de la UE el 2023 i el 2024 podria arribar a ser de 175.000 milions anuals. Així mateix, no hem d'oblidar que la UE ja tenia un deute per valor de 50.000 milions d'euros abans de l'esclat de la pandèmia i que, després de la crisi, està emetent deute per finançar el programa SURE (un total de 100.000 milions d'euros, la meitat dels quals ja han estat emesos). Així, el volum total de deute emès per la UE s'ha duplicat des de l'inici del 2020, i, si finalment s'emeteix tot el deute previst per l'NGEU, és probable que, el 2027, el deute de la UE en circulació s'hagi multiplicat per més de 15 en relació amb els nivells pre-pandèmia, fins a un volum de 867.000 milions d'euros, l'equivalent, aproximadament, al 6% del PIB de la UE.

Malgrat que aquest deute tindrà una certa persistència als mercats, en ser emès a venciments relativament llargs,<sup>5</sup> a partir del 2027, anirà desapareixent de forma gradual. Així,

4. Assumim que els compromisos dels préstecs són idèntics als de les transferències (el 70% abans d'acabar el 2022 i 30% el 2023) i que els pagaments es realitzen, a parts iguals, entre l'any en què es comprometen i els tres següents. Finalment, assumim que els 77.500 milions que s'afegeixen als diferents programes es desemborsen durant els sis propers anys de manera homogènia. Així, el 2023 i el 2024, conviurien els pagaments de tots els projectes compromesos el 2021 i el 2023.

5. Abans de la COVID, el venciment mitjà del deute de la UE era de 7 anys i 9 mesos, mentre que ara és de 10 anys i 10 mesos.

i sense nous avanços en la integració europea, la UE perdria presència als mercats financers a llarg termini.

### Com es repagarà aquest deute?

La UE haurà de retornar el principal del deute emès abans del 2058 a un ritme que no pot excedir els 29.000 milions d'euros anuals. Per retornar-lo, en el cas dels préstecs lliurats als estats (presumiblement, uns 360.000 milions d'euros), el responsable de retornar el préstec a la UE serà el país receptor. En el cas de les transferències directes, la UE ha presentat diferents instruments per poder retornar el principal dels bons emesos per finançar-les. En primer lloc, el Consell Europeu ha aprovat la introducció d'un impost sobre els plàstics no reutilitzables.<sup>6</sup> En segon lloc, la UE ha augmentat el sostre dels recursos propis en 0,6 p. p., fins al 2,0% del PNB (uns 70.000 milions d'euros addicionals per any), la qual cosa permet afrontar la màxima quantitat anual que es podrà repagar (recordem-ho, 29.000 milions d'euros). Així, si és necessari, la UE podrà requerir als Estats membres que contribueixin de forma puntual amb fins al 0,6% del PNB al repagament dels bons. Aquests ajustos haurien de permetre a la UE mantenir la nota creditícia per part de les agències de ràting.<sup>7</sup>

### Qui compra aquest deute?

Si tenim en compte les últimes emissions que ha realitzat la UE, dins el marc del programa SURE, la majoria dels compradors han estat europeus (el 89%), amb un pes molt important del Regne Unit i d'Alemanya (el 23% i el 20%, respectivament). Pel que fa al tipus de compradors, els principals han estat les gestores de fons i els bancs, amb més del 65%. No obstant això, és interessant destacar el paper que exercirà el BCE, que podrà adquirir al mercat secundari grans quantitats d'aquest deute. Recordem que el 10% dels actius adquirits mitjançant el programa de compra de deute públic (PSPP) han de ser d'organismes supranacionals de la zona de l'euro. A més a més, per a aquesta mena d'institucions, el límit d'emissor que aplica no és del 33%, sinó del 50%, la qual cosa suggereix que la UE tindrà prou demanda per a les seves emissions.

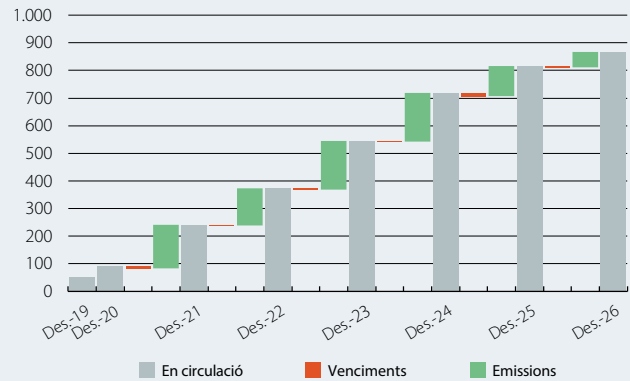
### Quant representarà el deute de la UE dins el total de deute amb grau d'inversió?

En l'actualitat, el deute de la UE sobre el total de deute sobirà amb grau d'inversió denominat en euros representa al voltant de l'1%. Si acaba emetent les quantitats comentades més amunt, el 2027, la UE pot passar a tenir un rol més significatiu al mercat de deute públic, amb més del 8%. A més a més, en els anys en què concentri més

6. També s'estan considerant, com a noves fonts d'ingressos, un ajust del sistema europeu de les emissions de diòxid de carboni (EU MTS) i un possible impost digital.

7. Fitch i Moody's valoren la UE amb la màxima nota creditícia (AAA), mentre que S&P la situa un graó per sota (AA), tot i que amb ràting positiu des del juliol del 2020.

### Títols de deute en circulació emesos per la UE (Milers de milions d'euros)



**Nota:** Assumim que la UE emet deute per valor de 750.000 milions. El 13% es desemborsa el 2021 i la resta es desemborsa durant els tres anys posteriors a l'aprovació dels projectes (el 70% entre el 2021 i el 2022 i el 30% el 2023).

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

l'emissió de deute (presumiblement, el 2023 i el 2024), la UE podria acaparar més del 15% de les emissions anuals de deute.

### Amb aquesta irrupció al mercat, com es veuran afectats els tipus d'interès a la zona de l'euro?

En primer lloc, l'increment del deute comunitari no hauria de ser un impediment perquè la UE pugui continuar col·locant les seves emissions a un cost de finançament molt baix, perquè es tracta d'un deute amb una qualitat creditícia elevada, i, amb un augment de l'oferta, en millorarà la liquiditat als mercats.

En segon lloc, també és rellevant l'impacte que la irrupció d'un jugador amb un paper tan significatiu pot tenir sobre els altres tipus d'interès sobirans. D'una banda, en la mesura que el deute alemany continuï sent un actiu refugi, no s'hauria de veure gaire afectat per la irrupció del deute comunitari. De l'altra, l'augment de l'oferta de bons sí que podria pressionar una mica els tipus d'interès dels països de la zona de l'euro amb perfils de crèdit similars (per exemple, França, Àustria o els Països Baixos). Però és probable que domini l'«efecte confiança» (especialment beneficiós per als països perifèrics): com hem vist d'ençà que es va anunciar l'NGEU, la major confiança en el projecte europeu ha comportat una compressió notable de les primes de risc sobiranes.

Ricard Murillo Gili