

## L'elevat deute públic espanyol: perspectives i palanques per a una bona digestió

El deute públic espanyol va assolir els 1,34 bilions d'euros el 2020, un augment de 24,5 p. p. en proporció al PIB en relació amb el 2019 fins al 120%. Es tracta d'un augment inevitable a causa de la caiguda del PIB i de l'elevada despesa pública que s'ha hagut de realitzar per esmorteir l'impacte de la pandèmia –no en va, el dèficit públic el 2020 va ser del 10,1% sense les ajudes financeres a la Sareb–, però que deixa una factura de digestió pesada.

Reduir un estoc de deute tan elevat portarà el seu temps, però, en el context econòmic actual, hi ha elements que poden ajudar que la digestió sigui una mica més suportable del que aquestes xifres astronòmiques poden donar a entendre.

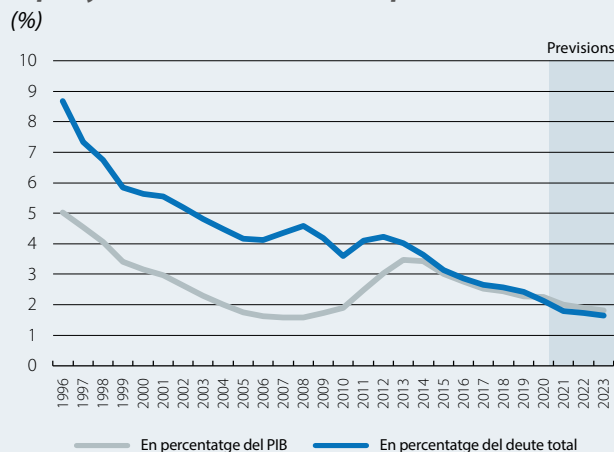
En primer lloc, la caiguda dels tipus d'interès (el cost mitjà del deute de l'Estat va tancar el 2020 en l'1,86%, –0,33 p. p. en relació amb el 2019) i l'allargament dels venciments han estat un important baló d'oxigen per a l'economia, ja que han alleujat la càrrega del deute. En concret, la factura d'interessos ha seguit una clara trajectòria descendent i es va situar en el 2,2% del PIB el 2020. Aquesta dinàmica hauria de tenir continuïtat en els propers anys, pel manteniment d'uns tipus d'interès baixos i perquè el deute que es va emetre fa anys i que encara ha de vencer té uns tipus superiors. Les previsions del Govern situen la factura d'interessos en l'1,8% del PIB el 2023.

En segon lloc, els programes de compres d'actius del BCE han adquirit elevats volums de deute espanyol als mercats secundaris. Aquestes compres es van intensificar el 2020 amb el llançament del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), de manera que les adquisicions netes de deute espanyol per part del BCE (uns 120.000 milions d'euros) van ser equivalents a una mica més del 100% de les necessitats de finançament netes (109.900 milions d'euros). Així, al final del 2020, el deute públic en mans del BCE representava el 37% del PIB i deixava l'equivalent al 83% del PIB en mans de la resta d'inversors.

Finalment, una execució reeixida de l'NGEU en els propers anys i la seva canalització cap als usos més productius i transformacionals de l'economia permetrien incrementar de forma sostinguda el creixement potencial espanyol, la qual cosa podria accelerar la reducció del deute públic en termes de PIB.

Certament, aquests elements generen un marge de maniobra per a una reducció gradual dels desequilibris dels comptes públics per reduir el deute, però també serà important adoptar mesures per reequilibrar els comptes públics a mitjà termini.

### Espanya: interessos del deute públic



Font: CaixaBank Research, a partir de les previsions incloses al Programa d'Estabilitat 2021-2024.

A tall d'exemple, hem analitzat quina seria la senda de reducció del deute públic espanyol fins al 2031 amb un saldo primari mitjà en la dècada vinent com el del període 2015-2019 (el –0,2% del PIB ajustant pel cicle), quan Espanya va consolidar l'última recuperació econòmica. En l'exercici mantenim un entorn de tipus d'interès baixos, com l'actual, i utilitzem un creixement nominal estable i coherent amb la previsió a llarg termini de l'FMI (el 3,1%). Els resultats mostren que el deute es reduiria fins al 108% del PIB el 2031 (o fins al 114% si el cost del deute evolucionés d'acord amb les expectatives de mercat dels tipus a cinc anys).<sup>1</sup>

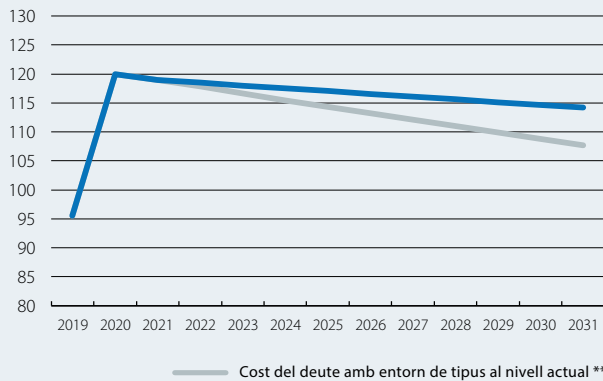
De fet, la via més eficaç per reduir el deute públic de forma poc dolorosa és conjugar un reequilibri gradual dels comptes públics –per no erosionar la capacitat de creixement de l'economia– amb un creixement econòmic elevat i sostingut. Un exemple il·lustratiu que mostra el poder del creixement és el període 1996-2007, durant el qual, gràcies a l'elevat creixement (creixement nominal del 7,4% de mitjana anual), el deute públic espanyol es va reduir en gairebé 30 p. p. sense retallades de despesa i sense augments elevats d'impostos. En particular, si el creixement nominal mitjà de l'economia en els propers 10 anys fos 1 p. p. superior a la previsió a llarg termini de l'FMI (el 4,1%, en lloc del 3,1%) i si el dèficit primari seguís una evolució com la del 2015-2019, el deute públic se situaria, el 2031, en el 98% del PIB si es manté l'actual

1. En concret, si denotem la ràtio de deute públic sobre el PIB en l'any  $t$  com  $d_t$ ; el saldo fiscal primari (sense interessos) com  $b_t$ ; el tipus d'interès com  $i_t$ , i el creixement del PIB nominal com  $g_t$ , l'evolució és:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

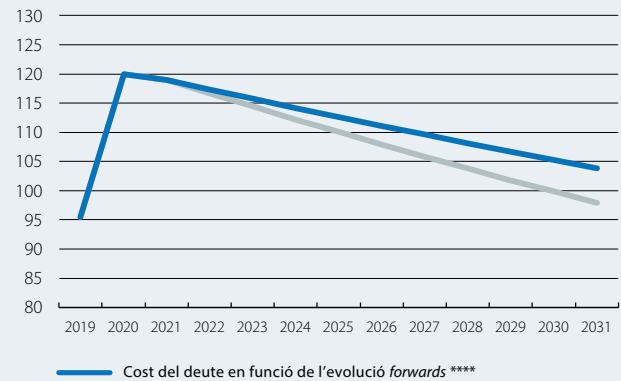
**Espanya: reducció del deute públic amb saldo primari 2015-2019 \***

Deute públic (% del PIB)



**Espanya: reducció del deute públic amb un creixement el 2022-2031 1 p. p. superior al previst \*\***

Deute públic (% del PIB)



**Notes:** \* Saldo primari entre el 2022 i el 2031 com la mitjana entre el 2015 i el 2019 ajustada pel cicle (el -0,2% del PIB). Creixement del PIB nominal del 3,1% d'acord amb la previsió a llarg termini de l'FMI. \*\* Igual que al panell de l'esquerra, però amb un creixement nominal del 4,1%. \*\*\* Cost del deute de l'1,9% en l'escenari amb tipus actuals. \*\*\*\* En l'escenari forwards, el cost del deute es projecta a partir de les expectatives del tipus d'interès de mercat a 5 anys i és del 2,5% de mitjana.

**Font:** CaixaBank Research.

entorn de tipus d'interès (el 104% si el cost del deute evoluciona d'acord amb les expectatives de mercat dels tipus a 5 anys), només lleugerament per damunt de la ràtio prepanedèmia. D'aquí la importància de treure el màxim partit de l'NGEU per assolir un creixement elevat i, alhora, equilibrat i sostenible.

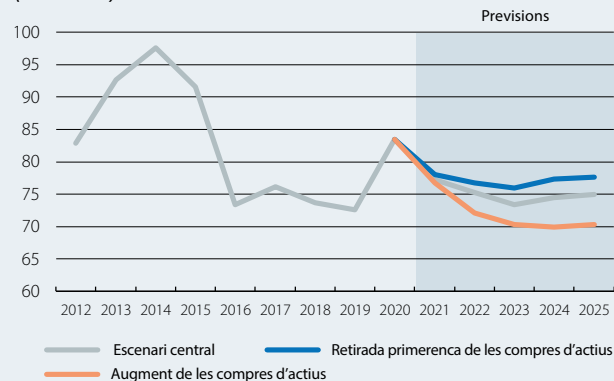
Finalment, s'ha parlat molt de l'important efecte confiança que té el fet que el BCE sigui un dels principals tenidors de deute públic. Es mantindrà aquest efecte en els propers anys? Què succeirà a partir del març del 2022, quan està previst que finalitzin les compres netes del PEPP? A l'últim gràfic, mostrem l'evolució del deute públic espanyol net de les tinences de l'Eurosistema el 2021-2025 en tres escenaris diferents: l'escenari central,<sup>2</sup> un escenari amb una retirada de les compres netes més aviat del que espera el mercat<sup>3</sup> i un tercer amb un augment dels estímuls.<sup>4</sup> Tal com podem observar, en qualsevol dels tres escenaris, el deute públic net d'aquestes tinences se situaria per sota del 80% del PIB, gràcies, sobretot, a la importància de la reinversió del principal al seu venciment. Així, el BCE continuarà sent durant molts anys un tenidor molt important de deute públic espanyol, situació que no variarà de forma substancial en funció de com moduli els seus programes de compres netes en els propers anys.

2. Dins el PEPP, compres netes a un ritme de 60.000 milions mensuals fins al març del 2022 i reinversions del principal fins al final del 2023.  
 3. Reducció gradual del ritme de compres del PEPP fins als 30.000 milions d'euros en el 1T 2022, quan finalitzarien les compres netes i les reinversions s'allargarien també fins al final del 2023.  
 4. Compres de 80.000 milions d'euros durant el 2T i el 3T 2021, que després es redueixen a 60.000 milions durant el 4T 2021 i el 1T i el 2T 2022, i, finalment, a 40.000 milions en el 3T 2022. El programa s'ampliaria tant en el temps (sis mesos més) com en la quantitat i les reinversions s'ampliarien fins a mitjan 2024.

En definitiva, la sostenibilitat del deute públic no està en dubte, gràcies a un entorn macrofinancer favorable: tipus baixos, venciments llargs i suport del BCE.

**Espanya: deute públic net de les tinences al BCE**

(% del PIB)



**Nota:** \* Vegeu més detalls sobre aquests escenaris a les notes al peu 1, 2 i 3 d'aquest Focus. **Font:** CaixaBank Research.

No obstant això, per si aquest entorn tan extraordinàriament favorable no dura per sempre, serà imprescindible aconseguir un creixement dinàmic, sostenible i durador que assegurí que la digestió del deute públic sigui suportable.

Javier Garcia-Arenas i Ricard Murillo Gili