

## L'impacte de les condicions financeres sobre la càrrega del deute públic espanyol

Un dels temes candents de l'actualitat econòmica és l'impacte d'un enduriment de les condicions financeres sobre el cost del deute públic espanyol. Des de l'inici d'enguany, hem observat un repunt dels tipus d'interès sobirans de la zona de l'euro i de les primes de risc perifèriques, inclosa l'espanyola. Així, cal preguntar-se quina serà la sensibilitat del cost de finançament de les Administracions públiques a un entorn macrofinancer canviant i molt incert.

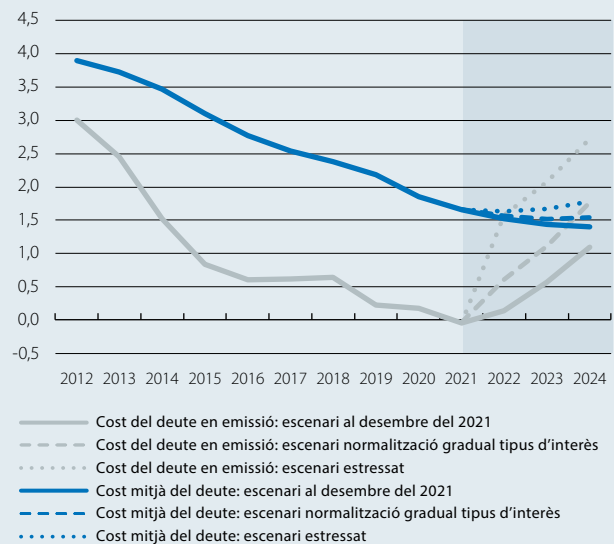
### El cost mitjà del deute es mantindrà contingut

Hem analitzat la sensibilitat que, històricament, ha presentat el cost del deute públic espanyol als canvis de les condicions financeres i hem fet un exercici per valorar com pot evolucionar en els propers anys. En particular, analitzem tres escenaris. El primer es fonamenta en les previsions de tipus d'interès que es contemplaven al final del 2021, abans que el BCE canviés la comunicació sobre la seva política monetària futura i que esclatés el conflicte militar a Ucraïna. Aquest escenari es caracteritzava per uns tipus d'interès que es mantenien en nivells molt baixos al llarg de l'horitzó de previsió, ja que s'esperava que el BCE no començaria a pujar el tipus de referència fins al final del 2023. El segon escenari contempla una normalització gradual i progressiva de les condicions financeres en els propers anys. És un escenari que es produiria, per exemple, si l'impacte econòmic del conflicte a Ucraïna fos limitat i en què la preocupació per la inflació passés a ser el principal focus d'atenció durant la segona meitat de l'any. Com a referència, això seria compatible amb el fet que el BCE comencés a augmentar els tipus d'interès al final del 2022 i, el 2023, realitzés dos moviments addicionals a l'alça. El tercer escenari valora l'impacte que podria tenir un tensionament de les condicions financeres, que es podria produir si el BCE hagués de dur a terme un augment més ràpid dels tipus d'interès perquè la inflació es manté en cotes elevades durant més temps del que es preveu i la prima de risc augmentés de manera substancial.<sup>1</sup> Al primer gràfic, podem veure l'evolució del cost del deute en emissió i el cost mitjà del deute en els tres escenaris.<sup>2</sup>

En l'escenari de normalització gradual de les condicions financeres, el cost del nou deute emès augmentaria de manera marcada, per damunt de l'1,7% al final del 2024. Com a referència, en aquest escenari, s'assumeix que el cost del deute a 10 anys puja fins al 2,55% al final del 2024,

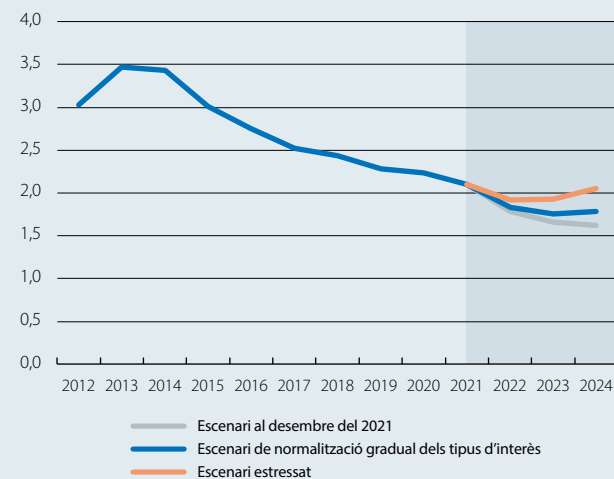
1. En concret, seria un augment addicional de 100 p. b. al llarg de la corba.  
 2. Els supòsits més importants que hem fet són: (i) cada any el Tresor emet deute per finançar el nou dèficit (estimat amb previsions pròpies) i per refinançar els venciments; (ii) l'estructura de venciments amb què emet el nou deute replica l'estructura temporal actual, i (iii) hem tingut en compte el refinançament de lletres que cal fer cada any.

**Espanya: cost del deute de l'Estat en funció de les condicions financeres**  
 (% del deute públic)



**Notes:** Cada any, el Tresor emet deute per finançar el nou dèficit (estimat amb previsions pròpies) i tot el que venç. L'estructura de venciments amb què emet el nou deute replica l'estructura temporal actual. Hem tingut en compte el refinançament de lletres que cal fer cada any.  
**Font:** CaixaBank Research.

**Espanya: factura dels interessos del deute públic**  
 (% del PIB)



**Font:** CaixaBank Research.

mentre que, al final de desembre, s'esperava que se situés al voltant de l'1,55%. En el tercer escenari, el cost del nou deute emès augmentaria de forma encara més accentuada, per damunt del 3,5% el 2024.

Això contrasta amb l'evolució del cost del deute en circulació, que, en tots els escenaris, es manté en cotes moderades. La diferència entre l'evolució del cost del deute en

circulació i en emissió s'explica, en bona part, perquè el major cost d'emissió és compensat pel venciment del deute que va ser emès fa anys a uns tipus superiors. Un altre factor que cal tenir en compte és l'augment dels venciments del deute dels últims anys. El 2021, la vida mitjana del deute públic espanyol es va situar, per primera vegada, per damunt dels vuit anys, un registre que s'hauria d'estabilitzar o que, fins i tot, podria augmentar lleugerament el 2022. El Tresor ha aprofitat les favorables condicions de finançament que prevalen des del 2014, gràcies a les polítiques monetàries no convencionals del BCE, per emetre en els trams més llargs de la corba a tipus molt baixos.

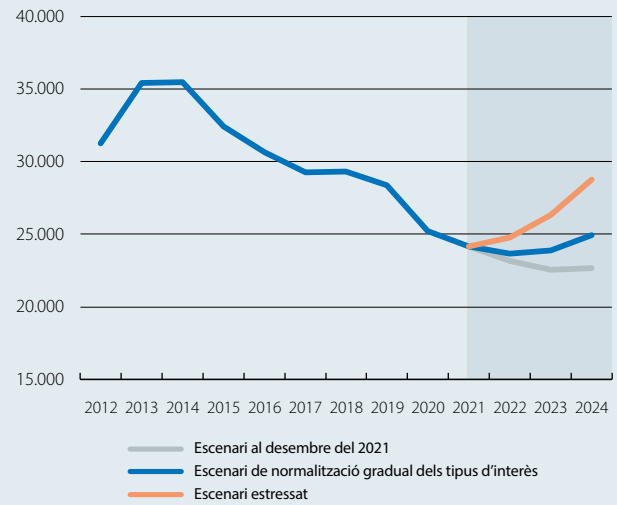
**La factura dels interessos en percentatge del PIB: augment, ma non troppo**

De la mateixa manera, és interessant analitzar la possible evolució de la càrrega dels interessos del deute públic en relació amb el PIB en els diferents escenaris. Concloem que, amb una probabilitat elevada, la càrrega del deute es mantindria en cotes baixes o moderades. En concret, en l'escenari de normalització gradual de les condicions financeres, la càrrega financera del deute públic en percentatge del PIB continuaria baixant fins al 2023 i s'estabilitzaria per sota del 2,0% el 2024. En l'escenari estressat, la factura dels interessos en percentatge del PIB augmentaria de manera moderada i se situaria al voltant del 2,0% el 2024, un nivell molt similar al del 2021 i clarament per sota del 3,0% del 2012, quan el deute públic en percentatge del PIB era molt inferior, malgrat que amb una tendència que dibuixaria un pendent elevat si es mantingués en els anys posteriors.

En definitiva, a curt termini, hi ha factors importants que atenuaran la pujada dels costos de finançament del deute públic. No obstant això, la tendència és cap a un cost del deute més elevat, i, malgrat que no sembla que, en els propers anys, això comporti un augment substancial de la càrrega financera del sector públic, serà essencial dissenyar una estratègia de consolidació fiscal gradual però sostinguda en el temps.

*Javier Garcia-Arenas i Ricard Murillo Gili*

**Espanya: interessos del deute públic**  
(Milions d'euros)



Font: CaixaBank Research.