

## L'estratègia del Tresor després del replegament del BCE

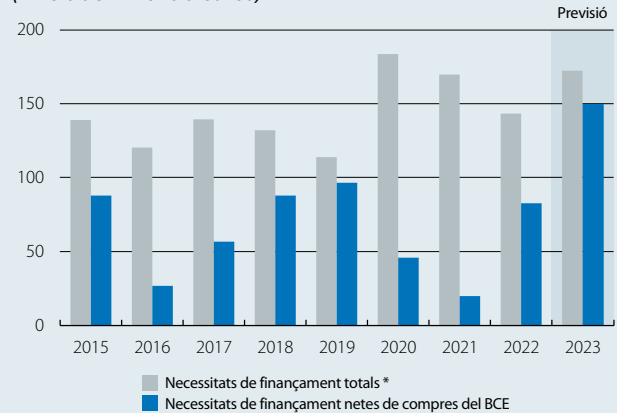
Amb la previsible estabilització del dèficit públic en cotes pròximes al 4,0% del PIB el 2023, les necessitats de finançament del Tresor continuaran sent elevades. El mercat haurà d'absorbir, a més a més, tot el deute en mans del BCE que no serà reinvertit per part del banc central, que va anunciar un canvi d'estratègia al desembre. En aquest context, és útil posar en perspectiva el volum de deute que haurà d'absorbir el mercat durant aquest 2023.

### L'estratègia del Tresor: canvis importants després de la finalització de les compres netes per part del BCE

L'estratègia del Tresor per al 2023, publicada a mitjan gener, recull que l'emissió neta prevista per a enguany és de 70.000 milions d'euros, la qual serà coberta íntegrament mitjançant instruments a mitjà i a llarg termini. Es tracta d'una quantitat similar a la del 2022. Per la seva banda, l'emissió bruta de deute a mitjà i a llarg termini, que afegeix les amortitzacions previstes, pujarà a 172.500 milions d'euros (el 20,4% més que el 2022).

El canvi d'escenari és destacable, perquè el BCE ha anunciat una modificació de la seva estratègia. El 2022, va realitzar compres netes de deute sobirà espanyol per valor de 30.000 milions i va reinvertir amortitzacions per valor de 31.000 milions. El 2023, el BCE no solament no realitzarà compres netes, sinó que, de totes les amortitzacions (que estimem en uns 33.500 milions), només reinvertirà deute a mitjà i a llarg termini per un valor proper als 22.500 milions.<sup>1</sup> Així, doncs, el mercat haurà d'absorbir uns

### Espanya: necessitats de finançament (Milers de milions d'euros)



**Nota:** \* Les xifres d'amortitzacions no inclouen les Lletres. Per exemple, es van amortitzar Lletres per valor de 94.419 milions el 2022, i l'Estratègia del Tresor preveu que s'amortitzin 89.325 milions el 2023.

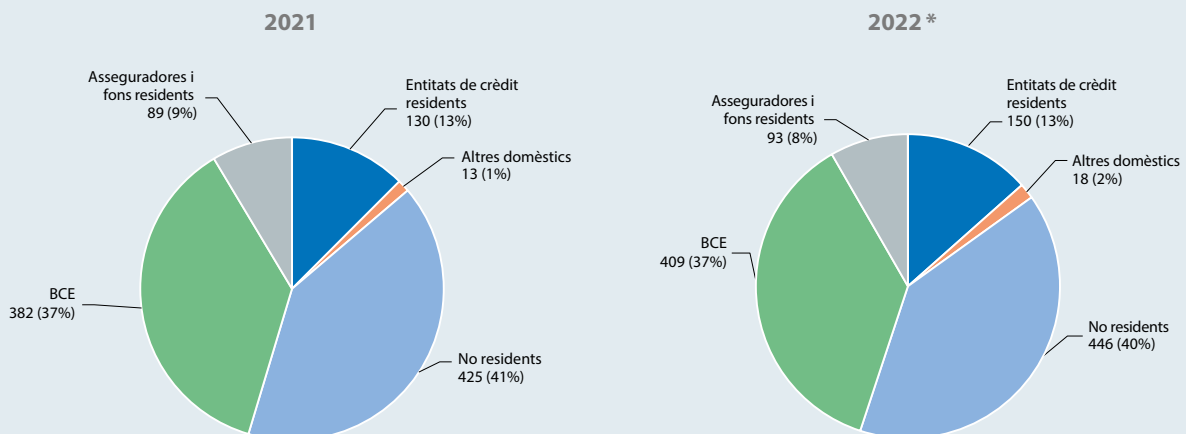
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.

11.000 milions addicionals als 70.000 milions d'emissions netes. 81.000 milions representen, aproximadament, el 5,8% del PIB previst per al 2023.

Malgrat el menor protagonisme del BCE, el context de tipus d'interès més alts hauria de facilitar que altres agents, ja siguin domèstics com no residents, absorbeixin les necessitats de finançament d'Espanya. Així, cal destacar que les tinençes de deute espanyol mostren una bona diversificació de la base inversora (vegeu el segon gràfic). El 2022 (dades fins a l'octubre), els inversors estran-

### Espanya: tinençes de deute de l'Estat (bons i obligacions)

Milers de milions d'euros i estructura (%)



**Nota:** \* Dades de l'octubre del 2022.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.

1. Les xifres per a amortitzacions i per a reinversions el 2023 són estimacions pròpies. Després d'anunciar, al desembre, els detalls per reduir la cartera de l'APP a partir del març, estimem que, el 2023, el BCE deixarà que vencin 11.000 milions d'euros del deute espanyol a la cartera sense reinvertir-los (és a dir, el 0,8% del PIB).

gers van mostrar la seva confiança ampliant les tinences de deute espanyol (sense Lletres) en 21.000 milions d'euros en relació amb el tancament del 2021. D'aquesta manera, el seu pes sobre el total de tinences del nostre deute s'ha mantingut al voltant del 40%, i han tingut una participació especial en les emissions sindicades del 2022. D'altra banda, els inversors domèstics, que compten amb el 23% de tot el deute, també poden augmentar les tinences, animats per la seva major remuneració, en especial en els títols amb venciment a curt termini (Lletres del Tresor).

Mirant l'estoc total, estimem que el deute públic en mans del BCE representarà el 2023 el 38% del PIB, i el 73% sobrant del PIB quedarà en mans de la resta d'inversors. Entre els anys 2012 i 2015, el volum de deute en percentatge del PIB en mans d'actors que no eren el banc central va superar amb escreix aquesta xifra (amb un pic del 98% el 2014).

**Altres factors de suport**

Més enllà del major protagonisme dels inversors privats, hi ha altres factors clau per entendre en quines condicions el Tresor haurà de satisfer aquestes necessitats de finançament el 2023, com uns costos de finançament favorables, malgrat el recent enduriment monetari, i una vida mitjana del deute llarg.

En concret, el 2022, el cost de finançament mitjà de les noves emissions (amb Lletres) va repuntar fins a l'1,35% després de situar-se en terreny negatiu (el -0,04%) el 2021. Malgrat això, el cost mitjà del conjunt del deute ha repuntat de forma molt moderada, de l'1,64% el 2021 fins a l'1,73% el 2022. I és que, per ancorar els baixos costos de finançament dels últims anys, el Tresor va optar per emetre en els trams més llargs de la corba de venciments. Això ha permès incrementar la vida mitjana del deute espanyol, que se situa en els 7,9 anys (7,8 anys el 2020 i 6,5 anys el 2009-2010), i s'espera que s'estabilitzi al voltant dels 8 anys en els propers anys.<sup>2</sup>

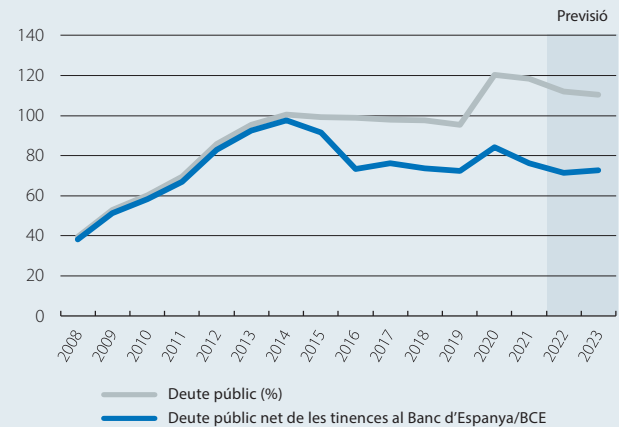
El 2023, es preveu que el cost mitjà del conjunt del deute repunti de forma molt moderada, gràcies al venciment de deute que va ser emès fa anys a tipus superiors als actuals i al baix risc de refinançament de la cartera.<sup>3</sup> D'aquesta manera, el cost mitjà del deute de l'Estat (sense les Lletres) es podria situar, el 2023, en el 2,1%, un nivell clarament superior al que esperàvem fa un any, però molt inferior al de fa una dècada (el 2011, per exemple, el cost mitjà del deute de l'Estat va assolir el 4,3%).

2. De cara al 2023 i als anys següents, s'espera que la vida mitjana de la cartera s'estabilitzi en 8 anys. Vegeu el llibre groc dels Pressupostos Generals de l'Estat 2023.

3. Només un petit percentatge del deute s'ha de refinançar (el 12% del total del deute amb Lletres) durant l'any, i aquesta és la proporció que es veu exposada a uns tipus d'interès més elevats.

**Espanya: deute públic**

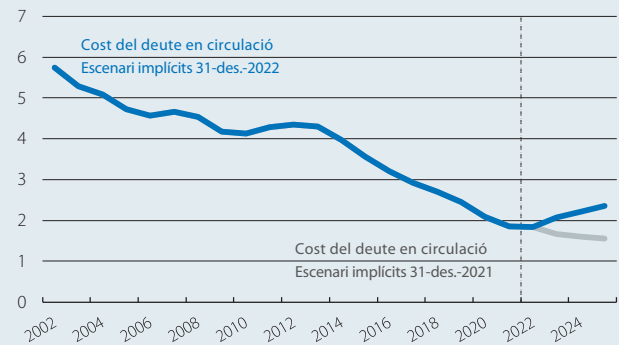
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del BCE.

**Espanya: cost del deute de l'Estat (bons i obligacions)**

(%)



Notes: Cost del deute sense Lletres. Com el venciment mitjà és de vuit anys, la predicció es realitza a partir del tipus de mercat implícit a vuit anys.

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

Mirant a mitjà termini, el 2025, el cost mitjà del deute total del conjunt de les Administracions públiques es podria situar al voltant del 2,5%, la qual cosa comportaria una factura per interessos d'uns 41.000 milions d'euros, xifra que cal comparar amb els 29.000 milions del 2022 i amb els 34.000 milions previstos per al 2023. Així, l'enduriment monetari comportarà un augment gradual del cost del deute, i, tenint en compte l'elevat deute públic, serà clau dissenyar una estratègia de consolidació fiscal gradual, però sostinguda en el temps, i creïble per als inversors internacionals.

Javier Garcia-Arenas