

# DEUTE PÚBLIC, PREOCUPACIÓ PÚBLICA

LA PROBLEMÀTICA  
DEL DEUTE ANDORRÀ

Andorra la Vella – 10 de setembre 2022

Edita: CERES, Centre d'Estudis i Recerca Socialdemòcrata

Autors: Xavier Segura Porta, Ferran Sicart Ortí i Josep Lladós Masllorens

Imprimeix: Impremta Envalira. Andorra

Dipòsit legal: AND. 367-2022

ISBN: 978-99920-3-333-3

Les dettes qu'on diffère de payer abrègent la vie.

**Charles Augustin Sainte-Beuve**  
Correspondance (15 janvier 1859)

Arreu del país, les famílies s'estrenyen el cinturó  
i es veuen obligades a prendre decisions difícils.  
El govern federal no hauria de ser menys.

**Barack Obama**  
Discurs sobre l'estat de la Unió (2010)

Comme des somnambules, nous marchons  
vers la catastrophe.

**Edgar Morin**  
Terra-Eco (novembre 2011)

À chaque fois qu'on fait une promesse qu'on ne  
sait pas financer, à chaque fois qu'on n'est pas  
sérieux, [...] on accroît la pire des inégalités,  
celle qui fait qu'une génération arrive au  
monde avec sur son dos un fardeau, auquel  
elle ne doit rien, qui ne lui a rien apporté  
mais avec lequel elle commence.

**Emmanuel Macron**  
Discours à Lyon (4 février 2017)



# ÍNDEX

- 7 **PRESENTACIÓ**  
**Marian Sanchiz Rego**  
Directora del CERES
  
- 9 **PROPÒSIT**  
**DEUTE PÚBLIC, PREOCUPACIÓ PÚBLICA**  
**Jaume Bartumeu Cassany**  
Cap de Govern 2009-2011
  
- 19 **NOTA SOBRE L'ENDEUTAMENT  
DEL GOVERN D'ANDORRA.  
CAPACITAT DE RETORN  
(ANÀLISI PERÍODE 2010-2021)**  
**Ferran Mirapeix Lucas**  
Ministre de Finances 2005-2009
  
- 25 **NOTA SOBRE L'ENDEUTAMENT  
DELS COMUNS I EL GOVERN**  
**Pere López Agrás**  
Ministre de Finances 2009-2011
  
- 31 **LA PROBLEMÀTICA DEL DEUTE ANDORRÀ**  
**Xavier Segura Porta, Ferran Sicart Ortí  
i Josep Lladós Masllorens**  
**TRACIS**
  
- 65 **UNA CONCLUSIÓ PROVISIONAL**  
**Jaume Bartumeu Cassany**



# PRESENTACIÓ

Aquest segon Quadern que us presenta el Centre d'Estudis i Recerca Socialdemòcrata vol ser una eina de suport per a l'anàlisi del deute públic andorrà.

L'endeutament públic, el deute de l'Estat, és una qüestió cabdal de les finances públiques que, sovint, no s'acaba de plantejar de manera prou entenedora.

A Europa hi ha força economistes, vinculats a una visió liberal-conservadora, que repeteixen que el deute públic és una cosa monstruosa perquè un Estat, com un bon pare de família, no ha de gastar més del que té, evitant així de deixar una feixuga càrrega a les joves generacions i de posar en perill el seu país.

A la inversa, s'escolta un discurs d'esquerra radical que consisteix a dir, de manera igual de resumida i superficial, que el deute no és una qüestió massa preocupant, ja que l'Estat és, com ben gràficament expressen els anglosaxons *too big to fail*. I, com sigui que és doncs massa gran per caure, no pot pas fer fallida. També hi ha qui considera que els emprèstits públics s'establien, fins ara, a taxes negatives o poc significatives. I que no calia, doncs, patir.

No podem compartir aquestes argumentacions tan esquemàtiques. Són dues maneres contraposades de presentar les coses que no entren en la complexitat del problema de l'endeutament públic.

Per això hem volgut aprofundir en la qüestió amb l'estudi dels consultors de TRACIS, especialistes en estudis econòmics i financers, que trobareu a la pàgina 31 d'aquest Quadern.

Com sigui que estem convençuts que esdevé necessari i urgent un ampli debat, hem demanat a dos exministres de Finances, Ferran Mirapeix (2005-2009) i Pere López (2009-2011) que ens donessin la seva visió de la qüestió. Els agraïm aquí la seva aportació al debat que ara obrim. Trobareu les seves notes a la pàgina 19 i a la pàgina 25.

Penso que és obligat deixar clar que les aportacions de Ferran Mirapeix i Pere Lopez es van preparar mentre l'equip de TRACIS avançava paral·lelament en el seu informe i que no hi hagué cap comunicació entre ells. Ho faig perquè el lector d'aquest Quadern, quan constati les coincidències en les anàlisis, pugui tenir la confirmació que no hi ha hagut cap prèvia concertació en els seus estudis.

**Marian Sanchiz**

Directora del CERES





## PROPÒSIT

# Deute públic, preocupació pública

El 19 d'agost del 1995, en el marc de la XXVII Universitat Catalana d'Estiu que se celebrava a Prada de Conflent, va tenir lloc la 8a diada Andorrana. S'hi van presentar i debatre diverses ponències a l'entorn del finançament de l'Estat andorrà que posteriorment la Societat Andorrana de Ciències va editar.<sup>1</sup>

Un dels ponents fou l'excap de Govern Òscar Ribas Reig, que va exposar la seva visió de “Les finances públiques a través dels pressupostos”.

Ho va fer amb una lúcida exposició de les dificultats de comprimir la despesa pública assenyalant, d'altra banda, la insuficiència evident dels capítols d'ingressos i la notable dificultat per aconseguir incrementar-los.

Òscar Ribas ho explicava així:

*La conseqüència última d'aquesta situació ha estat un dèficit pressupostari endèmic que ha engreixat una xifra creixent d'endeutament. Encara que aquest endeutament no representa avui una proporció molt elevada en relació amb el PIB, sí que constitueix una hipoteca important de la capacitat d'intervenció del sector públic, en la mesura que relativament als recursos públics disponibles assoleix un pes considerable. I el més important: s'entra, segons tots els experts, en una dinàmica d'increment estructural imparable.*

*A títol indicatiu, el govern anterior havia fet una prospectiva de necessitat d'endeutament fins al 1998, tot preveient una reducció de la despesa. Les xifres estimades per al 1995 se situaven en 22.500 milions, i en 23.100 milions l'any 1998.<sup>2</sup> Assenyalo la prudència amb què cal considerar aquestes dades. Són solament una estimació molt prudent quant als possibles ingressos i molt restrictiva quant a les també possibles despeses. Naturalment, no s'hi consideren les noves fonts de finançament que eventualment es podrien aplicar per intentar, en la mesura possible, frenar la tendència a l'alça.*

*En aquesta mateixa línia, la societat Consulting GFE apunta que “la situació actual està conduint a una espiral en les necessitats financeres que es poden veure incrementades pels interessos que aquestes generen, i així podrien arribar a límits realment insostenibles”, i recomanen, com a necessari i urgent dins el marc socioeconòmic andorrà, “un increment dels ingressos ordinaris que, com a mínim, permetés aturar l'escalada de crèdits i atendre, sense haver de recórrer a un endeutament insostenible, la necessitat d'inversió que necessita el país”.*

*Ja l'any 1983, en un altre estudi sobre turisme, encarregat pel meu govern a la societat suïssa Prognos, s'evinciaven aquestes deficiències estructurals del pressupost andorrà, tendents a un dèficit públic endèmic i insostenible a comptar de la dècada dels noranta.”*

Vint-i-set anys després d'aquella trobada a Prada de Conflent la situació de les finances públiques andorranes no ha millorat pas.

Andorra es troba en una situació paradoxal. El desequilibri entre les nostres despeses i els nostres ingressos no ha estat mai tan important.

Tanmateix es reclamen més serveis públics i mesures en favor del poder adquisitiu, sense que s'assenyali el nivell d'esforç que caldria fer per satisfer-ho.

(1) Societat Andorrana de Ciències (1996) *El finançament de l'Estat Andorrà*.

(2) Convé tenir present que les referències xifrades del 1995 eren, encara, en pessetes i no pas en euros.

Andorra ha sabut –el país sencer, no solament el Govern– superar les conseqüències econòmiques inicials de la pandèmia amb una força de resistència gairebé inesperada.

Les solucions a curt termini han permès esmoreir el xoc i mirar endavant. Però ara, que sembla que ens n'estem sortint, un mal més imprevisible ens amenaça.

Igual que hi ha alguns malalts de la Covid que mantenen símptomes mesos després d'haver estat infectats, l'economia andorrana, després d'haver estat ajudada amb mesures excepcionals durant dos anys, està contaminada pel que s'anomena Covid persistent, en aquest cas pressupostari. L'economia andorrana sembla que només està conduïda, des de l'edifici administratiu del Govern, sota el prisma de noves despeses.

Algunes són necessàries i potser fins i tot haurien de ser ampliadades. Però és urgent de trobar la direcció de les prioritats, identificant clarament els àmbits en els quals es pot estalviar.

El país necessita que es trobi un pragmatisme que s'adreci a una estabilització de les despeses. Aquesta orientació ja ajudaria a alleugerir la tensió de l'equilibri de les finances públiques sense posar en qüestió les prioritats de l'Estat.

Després del confinament del març del 2020 i les successives onades de la Covid-19 la situació ha millorat molt en el terreny de la sanitat per l'afluïxament de la pandèmia. En aquest context, el Govern no ha perdut ocasió, en els darrers mesos, d'assegurar que l'economia també millorava. Alhora, les promeses de despeses han florit cada setmana, en el marc d'una gens dissimulada precampanya electoral. L'aprovació, el dia 9 de juny, per majoria del Consell General, d'una llei de mesures antiinflació tramitades per la via d'extrema urgència s'insereix en aquesta línia.

No voldríem espatllar l'estratègia electoral a ningú però convé recordar una realitat que gairebé tothom sembla ignorar i alguns voldrien ocultar: l'endeutament públic està descontrolat.

L'endeutament públic ha "explotat". Fa anys que les despeses públiques han estat sempre superiors als ingressos i el dèficit públic, en conseqüència, no ha parat d'augmentar. I això planteja una qüestió essencial: la sostenibilitat del deute a llarg termini. Trobareu una anàlisi de les xifres, comentades, en l'estudi "La problemàtica del deute andorrà" de l'equip de TRACIS que publiquem en aquest Quadern. (pàg. 31)

Les emissions de deute que s'han dut a terme des del 2020 han servit essencialment per eixugar les conseqüències econòmiques de les crisis. Els fluxos d'endeutament no s'han utilitzat per augmentar el capital productiu públic.

És ben evident que els mitjans públics desplegats per fer front a la pandèmia han estat d'una importància inèdita. Aquest esforç es farà notar de manera duradora en el dèficit i el deute públics, la reducció dels quals farà necessaris uns esforços sense precedents en el control de les despeses.

Alhora, hem de tenir ben present que el deute públic d'Andorra no ha nascut ni s'ha desfermat a partir de la pandèmia de març del 2020.

Fa onze anys que Andorra viu en estat d'ingravedesa financera.

La ingravedesa, "l'apesanteur" en la seva versió francesa, és l'estat en el qual es troba un cos que ja no nota els efectes de l'atracció terrestre. És el que els passa als tripulants dels vehicles espacials que es desplacen fora de l'atmosfera.

En l'àmbit de les finances públiques, la gent d'Andorra viu immersa en una mena de dolça tranquil·litat promoguda per la comunicació cloroform del Govern.

El diner públic ha esdevingut màgic. Parlar i debatre sobre el rigor en la gestió pressupostària i l'augment preocupant de l'endeutament públic ja no sembla adequat, ni és ben vist.

Però quan s'estudia la situació i s'analitzen les xifres hom s'adona que els governants dels darrers onze anys deixaran al país una enorme factura amagada.

Cada any el conjunt de les administracions públiques –Govern i Comuns– necessiten per funcionar milions d'euros que no reben pas dels ingressos tributaris, que són insuficients. Acuden així a l'endeutament, manllevant diners amb préstecs a la banca d'Andorra i, també, a inversors estrangers.

Any rere any, el nou endeutament, que surt del dèficit pressupostari, s'afegeix al deute més antic, que cal refinançar per fer funcionar l'Estat.

Les finances de l'Estat i de la Caixa Andorrana de la Seguretat Social estan sotmeses, prou que ho sé per la meua experiència governamental, al ministeri de Finances (1990-1992) i a la Presidència del Govern (2009-2011), a l'atzar de la conjuntura.

Els tipus d'interès s'han enfilat aquest estiu tot i que de moment, atesa l'estructura dels venciments, l'impacte serà modest. Però la taxa d'interès aplicada al deute andorrà ha remuntat, i tindrà tendència a augmentar i, en conseqüència, la càrrega del servei del deute –els interessos a pagar– augmentarà de manera sensible. Els temps dels diners barats i abundants estan a les acaballes i ja no n'hi haurà prou amb prometre ni amb jocs de mans i enginyoses explicacions. Caldrà actuar. La inflació “desbocada” hi obligarà.

S'atribueix a l'escriptor francès Alphonse Allais (1855-1905) una irònica frase que reflecteix la situació on es troben avui les finances públiques andorranes: “Une fois qu'on a passé les bornes, il n'y a plus de limites.”

Efectivament, una vegada que hom ha saltat el molló, la fita que marca el terme, ja no hi ha límits. Això és el que han fet, els darrers onze anys, els encarregats de gestionar les finances públiques: s'han passat de la ratlla, s'han passat de mida.

El novembre del 2012 José M. Gay de Liébana, professor d'Economia Financera i Comptabilitat de la Universitat de Barcelona, explicava que les turbulències de l'endeutament públic presentaven un agreujant: “... el endeudamiento se está destinando en gran medida a financiar gasto corriente y no de inversión, que ejercería un efecto multiplicador sobre crecimientos potenciales de nuestra economía.”<sup>3</sup>

A Andorra, fins el 2020, l'endeutament es mantenia en uns paràmetres que, presentant-los amb pinces, podien considerar-se sostenibles gràcies a unes taxes d'interès real negatives i a l'augment de la recaptació fiscal. Una recaptació que es fonamenta en la reforma tributària que va promoure l'any 2010 el govern socialdemòcrata que jo encapçalava i que ha permès augmentar la recaptació fiscal.

La pandèmia primer, l'any 2020, i després la invasió russa a Ucraïna, el febrer del 2022, amb les subsegüents tensions als mercats d'energia, enfosqueixen l'horitzó i alimenten la inflació que encareix el cost de la vida de les famílies i els costos d'explotació i producció de les empreses.

El molt alt nivell d'inflació, amb perspectives de pujar encara més, fa que ens trobem a les portes de la estagflació. Recents declaracions del Comissari Europeu, Paolo Gentiloni, presentant les previsions econòmiques de primavera de la Comissió Europea rebaixaven el creixement a la meitat del previst i augmenten el nivell d'inflació al doble. I ens deia Gentiloni que encara pot ser pitjor.

És a dir que, dissortadament, podem caure en un període sostingut de davallada econòmica.

El període d'anestèsia, que els governants dels darrers onze anys beneïen, perquè podien gastar més i més sense fer més feixuc el cost de l'endeutament, s'ha acabat.

L'efecte “bola de neu” de la càrrega del servei del deute ens enxamparà inexorablement. L'estudi dels economistes de TRACIS que trobareu en aquest Quadern ho exposa de manera entenedora.

En el nostre entorn més proper, a França, l'*Haut Conseil des finances publiques* ha fet una crida ben clara a mantenir la « ... plus grande vigilance sur la soutenabilité à moyen terme des finances publiques. » La *Cour des comptes*, en el seu informe anual publicat el 17 de febrer del 2022, també ha fet una clara referència a la qüestió de l'endeutament públic:

« ... à l'image de la pandémie, les moyens publics déployés pour y faire face ont été d'une ampleur inédite. Cet effort considérable va durablement peser sur le déficit et la dette publics, dons la réduction va nécessiter des efforts sans précédent de maîtrise des dépenses. »<sup>4</sup>

(3) Gay de Liébana, J. M. (2012), *España se escribe con e de endeudamiento*. Deusto

(4) Rapport public annuel 2022 de la Cour des comptes (Les acteurs publics face à la crise: une réactivité certaine, des fragilités structurelles accentuées. Synthèses) Paris février 2022

En una tribuna d'opinió publicada a *La Dépêche du Midi* el dia 16 d'abril del 2022 Jean Tirole, premi Nobel d'Economia el 2014 i president honorari de Toulouse School of Economics escrivia el següent:

« La gestion d'un État peut être comparée à celle du budget de la famille ou d'une entreprise. Si l'on emprunte, il faut dépenser l'argent de façon à pouvoir rembourser, il faut être crédible, et il faut des garants. Pour la France, ces trois critères se traduisent ainsi: préparer l'avenir économique du pays, gagner la confiance des prêteurs et le soutien de l'Europe. »

Els tres criteris que planteja Jean Tirole els podem considerar també aplicables a Andorra.

L'endeutament hauria de servir per preparar el futur econòmic del país. Tanmateix en analitzar-lo hom s'adona que l'endeutament només s'empra per ajornar decisions i es destina a ajornar deutes anteriors ja vençuts. I hem de pensar que, com diu José M. Gay de Liébana, no és el mateix "... el coste de una refinanciación que el de una financiación, porque el que refinancia no paga cuando le toca hacerlo y quien financia lo hace por lo general por mor de inversiones de nuevo cuño de las que se espera obtener rendimientos."<sup>5</sup>

En aquestes condicions es farà cada dia més difícil que els prestadors de diners a l'Estat andorrà li mantinguin la confiança.

Com també serà complicat que Europa, la Unió Europea, aplaudeixi una gestió desorientada de l'endeutament.

Per això volem plantejar la nostra preocupació per la situació de l'endeutament abordant aquesta qüestió cabdal des d'una perspectiva socialdemòcrata.

La successió de crisis econòmiques internacionals dels darrers quinze anys comporta el seu seguici de misèria social, ecològica i política. El capitalisme finançaritzat ha comportat una explosió de les desigualtats tant entre països com dins d'aquests.<sup>6</sup>

En aquest escenari el deute públic pot ésser un instrument que ajudi a reduir la desocupació i les desigualtats i, per això, no volem pas caure en les teories neoliberals que empren l'endeutament públic com espantall per defensar l'equilibri pressupostari.

Tal i com s'exposa de manera ben entenedora en l'obra del col·lectiu *Les économistes atterrés*, *La dette publique*<sup>7</sup>, « ... l'État est un agent économique dont la particularité est de disposer d'un horizon de vie infini. Ainsi, là où un individu ou une entreprise doit rembourser ses dettes avant de mourir ou de faire faillite (c'est une obligation morale et légale !), l'État peut faire « rouler » sa dette, c'est à dire emprunter de nouveau pour rembourser d'anciens prêts, et cela **ad vitam aeternam**. »

Els autors d'aquell estudi, E. Berr, L. Charles, A. Jatteau, J. Marie i A. Pellegris pensen que hi ha teories que volen convertir el deute públic en una « ... variable macroéconomique dépolitisée, résultat de la gestion technique de différentes variables (taux d'intérêt, niveaux des dépenses et des recettes publiques. »<sup>8</sup>

Coincideixo amb aquells autors que això no és ben bé així. L'endeutament públic és, abans de res, una qüestió política, entesa en el sentit ampli. Més enllà dels "accidents" històrics (guerres, pandèmies) són les decisions de polítiques econòmiques i les opcions de gestió dels governs que, tenint en compte les traves que s'imposen, determinen el nivell i l'evolució del deute públic: « ... choix de compenser les pertes de revenus suite à la crise du Covid-19, choix de privilégier les poli-

(5) Gay de Liébana, J. M. (2012), *España se escribe con e de endeudamiento*. Deusto

(6) Piketty T. (2013), *Le Capital au XXIe siècle*

(7 i 8) *Les économistes atterrés* (2021), *La dette publique, Précis d'économie citoyenne*. Éditions du Seuil

tiques d'austérité, choix d'alléger la contribution des plus riches à l'impôt, choix du financement de la dette par les marchés financiers, etc. »<sup>9</sup>

Recordem aquí que a la zona Euro, amb la finalitat d'assegurar una convergència econòmica en la perspectiva de la consolidació econòmica, els Estats membres de la Unió Europea han de respectar el rigor pressupostari.

El seu dèficit públic, és a dir la diferència entre despeses i ingressos, no ha d'ultrapassar el 3% del Producte Interior Brut (PIB). Paral·lelament, l'endeutament de les administracions públiques no ha d'ultrapassar el 60% del PIB. Són les anomenades “regles de Maastricht” que venen del tractat que va instituir la Unió Europea el 1992.

Val a dir que els estats europeus s'han saltat, sense embuts, el límit del 60%. Espanya, per exemple –també altres països– ara està al 120%.

Els governs andorrans s'han afegit acríticament i automàticament a les “regles de Maastricht” sense adonar-se que Andorra no té una estructura econòmica que pugui situar-se al nivell de solidesa dels països de la Unió Europea. I alguns d'aquests, com he dit, ja no les respecten.

De manera general, escollir uns o altres indicadors socioeconòmics és una qüestió eminentment política.<sup>10</sup>

Com ha escrit Thomas Piketty, cap indicador ha de convertir-se en sagrat i la naturalesa dels indicadors emprats ha de situar-se al cor del debat públic i de la confrontació democràtica.<sup>11</sup>

La brúixola, que el ministeri de Finances andorrà dona per indiscutible, de l'indicador deute públic/PIB no pot servir d'orientació única en l'elaboració de les polítiques econòmiques que es facin al nostre país.

Hi ha tres motius que ens porten a discutir la interpretació esbiaixada de la situació de l'endeutament públic que s'està donant des del Govern.

En primer lloc, el nivell d'endeutament no permet pas de saber si estem davant d'un “bon deute” o d'un “mal deute”. El dèficit públic i el deute públic són útils i també necessaris per mantenir l'ocupació i finançar la indefugible transició ecològica. Són, pel contrari, nefastos quan són el resultat de polítiques fiscals que redueixen la contribució dels més rics.<sup>12</sup>

En segon lloc ni la perillositat ni la bondat d'un nivell d'endeutament no es pot assentar ni afirmar de manera absoluta ni automàtica. Però hi ha certes situacions que fan que el deute públic pot ser perillós.

Per exemple quan un Estat com l'andorrà s'ha d'endeutar en uns mercats financers liberalitzats. No hi hauria cap perill si aquell deute comptés amb el suport del banc central del país. Però a Andorra no tenim banc central. Tampoc no hi hauria excessiu perill si la capacitat de recaptació fiscal estigués ben assentada. Però dissortadament a Andorra, avui, no tenim capacitat de retorn del deute. No ho diem només al CERES, ho constata el Tribunal de Comptes en els seus informes.

Finalment, el tercer motiu que ens fa dir que la situació actual de l'endeutament públic ens ha de preocupar és que no ens podem limitar a l'indicador de la relació entre el nivell del deute i el PIB. Aquest indicador no pot ser l'únic.

S'ha de parlar del servei del deute, és a dir els interessos a pagar pels préstecs rebuts.

En publicar aquest Quadern no ens volem situar en un marc binari “el deute públic és formidable” versus “el deute públic és terrible”.

(9) Les économistes atterrés (2021), *La dette publique, Précis d'économie citoyenne*. Éditions du Seuil

(10) Els anomenats “indicadors” són els índexs econòmics, el moviment dels quals determina l'evolució de les previsions.

(11) Piketty, T. (2021), *Une Brève histoire de l'Égalité*. Éditions du Seuil.

(12) El dèficit públic és un moviment monetari que resulta de despeses superiors als ingressos en un període pressupostari anual determinat. Pel contrari, el deute públic és una mena d'estoc, és a dir el resultat d'una acumulació dels dèficits de diversos períodes. És per això que hom diu que els dèficits públics alimenten el deute públic.

No hem pas d'acceptar com una fatalitat la pujada de l'endeutament sinó que cal aprofitar les possibilitats positives que pot tenir però controlant-ne els riscos.

Hem de situar el debat al nivell del “deute útil”, el que està socialment justificat, i defensem suprimir el deute “inútil”, el que és el resultat d'obsequis fiscals injustificats.

L'endeutament pot ser necessari, molt sovint ho és, a l'Estat i a les administracions públiques per dur a terme inversions útils per a la col·lectivitat, com són la construcció d'infraestructures viàries, escoles i centres sanitaris.

Fins i tot molts pensadors liberals europeus reconeixen que la inversió pública és necessària perquè cap empresa privada s'arriscaria a una inversió tan costosa i amb una rendibilitat monetària més que hipotètica.

La inversió pública és, així, indispensable pels serveis públics que no tenen una rendibilitat immediata o que tenen alguna part rendible i altres que no ho són tant, o gens.

No es pot oblidar que les escoles, o els hospitals, tenen una utilitat, una rendibilitat, que ultrapassa el marc mercantil però que són serveis públics necessaris.

En conseqüència, el que importa no és pas tant el nivell del deute públic sinó la seva finalitat.

L'educació pública gratuïta, l'habitatge subvencionat o el reemborsament de les despeses sanitàries permeten lluitar contra les desigualtats socials, contra la pobresa –hem de pensar que al país augmenten les famílies al llindar de la pobresa, com ens recorden els informes de Càritas Andorrana– i desenvolupar així el que Amartya Sen anomena les “capacitats”.<sup>13</sup>

Però això no treu que sempre he estat un socialdemòcrata oposat al deute públic no pas perquè em doblegui a les teories liberals que insisteixen que en temps de crisi cal estrènyer el cinturó, sinó perquè estic convençut que l'endeutament és un perill per la sobirania andorrana.

Penso que caldria canviar la perspectiva dels debats sobre polítiques concretes, molt sovint encallats en la qüestió de la viabilitat financera.

Hauríem de fixar-nos en les conseqüències econòmiques i socials de caràcter general implícites en qualsevol proposta de canvi de política, més que no pas en el seu impacte pressupostari.

L'americana Stephanie Kelton, catedràtica d'Economia i polítiques públiques de l'Stony Brook University, defensa aquest plantejament, que l'economista Abba P. Lerner (1903-1982) havia definit com les “finances funcionals”.

Es tracta d'avaluar una política pels resultats obtinguts.

Kelton, capdavantera dels economistes progressistes americans, explica que cada economia “... té el seu propi límit de velocitat intern, regulat per la seva disponibilitat de recursos productius reals [...] però la despesa mai s'hauria de circumscriure a uns objectius pressupostaris arbitraris ni a una cega lleialtat a l'anomenada solidesa financera.”<sup>14</sup>

El que fou ministre d'Economia i Finances de François Hollande, del 2012 al 2014, i després Comissari Europeu encarregat dels Afers Econòmics i Financers, Pierre Moscovici, explica que « ... tout euro consacré au remboursement de la dette est un euro perdu pour la compétitivité, pour l'investissement, pour l'emploi, mais aussi pour le financement des services publics utiles et désirables –l'éducation, la solidarité, la justice, la sécurité. Les pays les moins endettés sont les mieux à même de connaître une croissance durable, soutenable et équilibrée. Ceux qui se dérobent à l'obligation du désendettement voient leur potentiel entravé. »<sup>15</sup>

(13) Amartya Sen explica que quan hom encara la noció de desigualtat cal tenir en compte no solament els ingressos de les persones sinó també les seves capacitats, la seva llibertat per utilitzar els recursos disponibles per escollir el seu modus de vida.

(14) Kelton, S. (2021). *El mito del Déficit*. Taurus.

(15) Moscovici, P. (2018). *Dans le clair-obscur surgissent les monstres, Choses vues au cœur du pouvoir*. Plon

Pierre Moscovici, que és actualment el primer president de la Cour des comptes francesa, en una entrevista al diari *La Dépêche du Midi* del 2 d'octubre del 2021<sup>16</sup> explicava que el deute públic s'havia de controlar i, a continuació, reduir i que no ens podríem escapar d'aquesta obligació. En aquella entrevista Pierre Moscovici recordava el que deia el financer americà Warren Buffet: "Quan la mar es retira és quan hom veu els que es banyaven despullats." I, a continuació, Moscovici afirmava que « ... il est temps de nous habiller, et plus concrètement de réaliser que la maîtrise de la dette est un impératif absolu. »

El mes de gener del 2018, en l'obra que he citat<sup>17</sup>, Pierre Moscovici avisava que, en un moment o en un altre, el Banc Central Europeu situaria la taxa d'interès en una línia ascendent. Ja som en aquesta situació. Amb una inflació del 8,5% la FED, el banc central americà, va decidir el 4 de maig del 2022 un augment de les taxes d'interès i el Banc Central Europeu ha anunciat el 9 de juny el final de l'era del diner gratuït.<sup>18</sup>

El Banc Central Europeu va anunciar tot seguit que apujaria el tipus d'interès 0,25 punts el 21 de juliol i Christine Lagarde va avisar d'un nou augment del 0,5 al setembre. Però el 21 de juliol el Banc Central Europeu no s'ha pas aturat a l'augment anunciat i ha fixat els tipus d'interès al 0,50%, avisant que passat l'estiu es preveuen nous augments.

Cal que el nostre país es prepari a aquest augment del cost del servei del deute i no pot fiar-ho tot a no sé quina constel·lació o a l'alineació dels planetes, s'ha de controlar les finances públiques. I no és raonable que Andorra es pensi que té un crèdit infinit i que pot anar tirant de veta sense límits.

La situació pressupostària del país admet poca broma, s'ha de tractar seriosament. I d'entrada cal recordar que el diner no és de franc, ni pels Estats ni pels particulars que contracten un préstec per comprar un habitatge. Hem doncs de parlar clar i dir la veritat als andorrans: més dèficits comportarà més impostos i menys serveis públics, menys escoles, menys centres sanitaris, menys infraestructures. És el que Pierre Moscovici defineix com el *transfert générationnel*, que permet al govern d'ajornar el pes de l'endeutament i de fer-lo reposar sobre la generació següent. És una actuació injusta i irresponsable. El dèficit públic és, també, la marca de fàbrica de governs que no saben prioritzar les seves opcions.

Val a dir que hi ha, és cert, molta confusió a l'hora d'encarar el debat sobre l'endeutament públic. En un seminari a l'entorn de "La dette", organitzat a París el 20 de gener del 2022 per la Fondation Res Publica, el president d'honor de la qual és Jean Pierre Chevenement, el professor de la Universitat de París I i investigador del laboratori Phare de La Sorbonne, Frédéric Farah, cità l'economista americà Paul Sweezy (1910-2004) que ja l'any 1938 ho explicava de manera molt entenedora:

*Une grande partie de la confusion généralisée sur le sujet de la dette provient d'une tendance compréhensible de la part de la personne moyenne à raisonner à partir de son expérience personnelle. Le salarié et l'agriculteur savent qu'en ce qui les concerne l'endettement est généralement synonyme de problèmes. Ils ne peuvent certainement pas continuer à augmenter indéfiniment le montant de leurs dettes. Ils peuvent être appelés à rembourser tout ou partie de ce qu'ils doivent et ils doivent être préparés à cette éventualité. Ils savent aussi que toute augmentation de leurs dettes signifie inévitablement la déduction d'une tranche supplémentaire de leur revenu pour faire face aux paiements d'intérêts. Pas étonnant qu'ils considèrent la dette comme quelque chose à éviter et regardent avec inquiétude l'augmentation continue de la dette de toute la nation.*<sup>19</sup>

(16) *La Dépêche du Midi*, 2 octobre 2021, pàg. 2 i 3

(17) Moscovici, P (2018). *Dans le clair obscur surgissent les monstres, Choses vues au cœur du pouvoir*. Plon

(18) Albert, E. *Le Monde*, 11 juin 2022 (pag. 20)

(19) Le baume, le châtement et l'avenir, Séminaire La dette, 20 janvier 2022, Fondation Res Publica ([www.fondation-res-publica.org](http://www.fondation-res-publica.org))

L'economista marxista americana, fundador de la revista progressista *Monthly Review*, pensava que no tothom està acostumat a raonar amb termes d'economia global i per això considerava que seria difícil esperar que moltes persones s'adonin que el que s'aplica a una economia domèstica no es pugui traslladar mimèticament al deute públic de l'Estat. I no es va pas estar d'assenyalar els responsables d'aquest malentès: "... els economistes i els publicistes que no han assumit la seva responsabilitat d'educar el públic sobre una qüestió tan important."<sup>20</sup>

En la seva intervenció en el seminari del 20 de gener del 2022<sup>21</sup> el professor Frédéric Farah va defensar que un Estat no és una família i la deixa a les futures generacions d'un deute seria un argument feble. Pensa que el deute públic no és només negatiu perquè deixa actius i afirma que "... la generació futura no s'empobreix ni s'enriqueix per un simple deute públic." Val a dir, però, que per deixar actius ha de ser un deute que hagi servit per invertir en infraestructures i en serveis públics. El deute que només es destina a refinançar l'endeutament històric difícilment pot considerar-se un actiu.

En conseqüència caldria situar el debat en un altre nivell. No es tracta d'un conflicte generacional sinó més aviat entre els inversors que perceben interessos sobre el deute públic i la resta de la població que pateix les retallades en les despeses públiques per reembossar aquest deute.

Un altre intervingent en el seminari "La Dette" del 20 de gener del 2022, Thomas Lambert, *maitre de conférences* en qüestions europees a Sciences PO i banquer a Lazard Frères, a París, presentà una interessant anàlisi sobre el deute públic aportant la visió d'un professional que el 2012 va participar en la reestructuració del deute públic grec.<sup>22</sup>

Durant la presidència francesa de la Unió Europea, el dia 10 de maig del 2022, es va reunir a París una conferència organitzada pel *Haut Conseil des finances publiques*, el president del qual és Pierre Moscovici, que és alhora el primer president de la *Cour des comptes*.

En el marc d'aquella conferència Moscovici va escriure<sup>23</sup> que s'ha estat donant la il·lusió "... qu'il était possible de s'endetter sans limite et sans cout. Il faut maintenant sortir de cette situation en trompe-l'œil."

Perquè és ben evident que el creixement de l'economia europea fluïxeja, la inflació augmenta i l'augment de les taxes d'interès influenciarà negativament els pressupostos estatals.

En la mateixa conferència del 10 de maig del 2022, el governador de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, va pronunciar un discurs assenyalant que "Nous devons cesser de repousser la consolidation budgétaire aux calendes grecques."<sup>24</sup>

A Madrid, el governador del Banco de España, Pablo Hernández de Cos, també ha demanat al Govern un canvi radical a la política expansionista que s'havia dissenyat amb motiu de la pandèmia.

Tots aquests advertiments reiterats que insten a redreçar la situació els hem de rebre a partir de la constatació que l'Estat, al conjunt d'Europa però també a Andorra, ha assumit un paper, en el marc de la pandèmia, d' "assegurador de darrera instància".

Aquesta funció pot suposar, aviat, haver d'assumir despeses, sigui com sigui, com s'ha fet amb la pandèmia, endeutant-se. Per això caldria emprar recursos, és a dir ingressos, que només poden venir dels impostos o de nous préstecs, per reduir tant com es pugui les despeses a les quals s'exposa l'Estat en assumir aquest paper d'assegurador de darrera instància.

Quan es gasta molt, gastar bé no és fàcil. Com diuen Anton Brender, Florance Pisani i Émile Gagna<sup>25</sup> "Pour éviter de gâcher, les ressources qu'ils mobilisent, les États vont devoir surmonter l'inertie des habitudes et la résistance naturelle des intérêts en place."

(20) Séminaire *La dette*, Fondation Res Publica, Paris 20 janvier 2022.

(21) Le baume, le châtimeur et l'avenir, Séminaire *La dette*, 20 janvier 2022, Fondation Res Publica ([www.fondation-res-publica.org](http://www.fondation-res-publica.org))

(22) *Considérations sur la dette publique française*, Fondation Res Publica, Paris janvier 2022

(23) *Les Échos*, 10 de maig del 2022

(24) *Les Échos*, 11 de maig del 2022, pàg. 3

(25) *Économie de la dette*, La Découverte, octobre 2021.



Però caldria, com diuen aquests autors, situar el conjunt de les despeses públiques en un marc estratègic.

L'Estat no pot pas pensar que es pot endeutar sense límits.

És el Consell General, i no pas el Govern, el que hauria de dir en quina mesura, i quan, les despeses han de finançar-se per l'impost o bé per l'endeutament.

I aquí és important encarar un horitzó de llarga mirada.

En les notes d'opinió de l'economista Ferran Mirapeix (ministre de Finances del 2005 al 2009) i del també economista Pere Lopez (ministre de Finances del 2009 al 2011) que publiquem en aquest quadern es veu que portem anys gastant més del que ingresem i Andorra s'ha de plantejar la sostenibilitat d'aquest deute públic.

És ben evident que la Covid ha colpejat especialment el nostre país perquè és molt dependent del turisme, que es va paraitzar el 2020 i el 2021 i no acaba de recuperar-se.

A tot això hem d'afegir que la preocupació pel nivell de deute públic no està arrelada entre els governants, que estan més preocupats per satisfer les demandes de la gent, pensant en les properes eleccions, que no pas per assegurar el sanejament dels comptes públics.

Augmentar la despesa pública sense pensar que les necessitats de la societat s'han de pagar amb la riquesa que es genera i no pas endeutant-se és una temeritat.

Finançar-ho amb crèdits suposa hipotecar les futures generacions.

Aquest convenciment, reforçat per les anàlisis i reflexions esmentades en aquest Propòsit, em porta a apuntar i compartir cinc afirmacions que són, al capdavall, cinc línies per debatre:

1. El control de la despesa pública és una qüestió legítima. La nostra obligació, en el marc d'un debat madur entre andorranes i andorrans, és endegar un control de les despeses públiques, progressiu i a llarg termini.

2. El cost de funcionament de la nostra xarxa de serveis públics és una qüestió cabdal, que també cal debatre.

3. Aquests debats, sobre el control de la despesa pública i el cost de funcionament de la nostra xarxa de serveis públics, els hem de fer tenint present que la despesa pública és l'altra cara dels ingressos públics. I el nivell de la despesa s'ha de correspondre al nivell dels ingressos. Em sembla prou clar que a Andorra encara és difícil acceptar un nivell d'ingressos, és a dir, una recaptació tributària, que es pugui acostar a l'uropeu. Per tant el tarannà fiscal dels andorrans marca la limitació dels ingressos i això agreuja el perill que la despesa sempre es converteixi en deute.

4. El deute públic no és un problema si està ben invertit, en uns pressupostos que tinguin efectes dinàmics sobre l'economia.

5. Avui Andorra necessita l'estalvi exterior per finançar el seu desenvolupament i si no generem confiança reforçant la seguretat jurídica, ens convertirem en un país de segona categoria, mal considerat i exclòs dels avantatges dels quals gaudeixen els altres.

Tant de bo poguéssim aparcar la passió política i els càlculs electorals per centrar-nos en establir un acord d'Estat per redreçar el futur de les finances públiques del país.

Andorra la Vella, 30 de juliol del 2022

**Jaume Bartumeu Cassany**

Cap de Govern (2009-2011)



# Nota sobre l'Endeutament del Govern d'Andorra Capacitat de retorn Anàlisi període 2010-2021

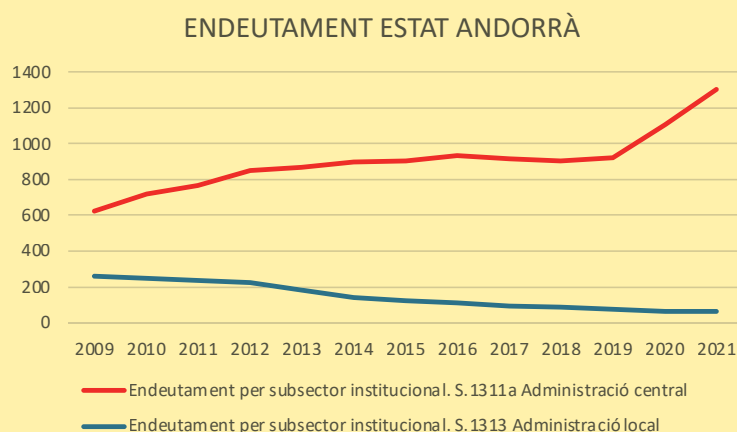
Ferran Mirapeix Lucas  
17 de juny 2022

En els últims 11 anys, l'endeutament del Govern s'ha incrementat en un 109%, la pressió fiscal ha passat del 17,9% (a tancament 2009) fins al 25,5% a tancament 2021 i finalment, si bé el PIB nominal ha crescut un 6,45%, el PIB Real ha disminuït en un 2,52%.

Aquests 3 aspectes semblen indicar que, en una economia que no ha crescut, l'increment de la pressió fiscal no ha estat capaç de controlar els dèficits pressupostaris, ja que no s'ha avançat amb la suficient rapidesa en el canvi del model econòmic del país.

## ENDEUTAMENT

A 31 de desembre de 2009, l'endeutament de l'Estat era de 883,45 milions d'euros dels quals, l'administració central representava el 70,4% i la comunal el 29,6%. A 31 de desembre de 2021, l'endeutament de l'Estat ha estat de 1.367,71 milions d'euros dels quals l'administració central cospa el 95,2% i la comunal el 4,8%.



El Govern, a 31 de desembre de 2021, declara un endeutament viu de 1.302 milions d'euros, el que representa el 46,2% de l'estimació del PIB nominal del país. Durant els últims anys, el Govern ha fet l'esforç de col·locar el deute en els mercats internacionals a llarg termini, aprofitant la conjuntura dels tipus d'interès en euros negatius. Cal destacar les diferents col·locacions a llarg termini per un total de 1.175 milions d'euros representats per:

1. Una emissió de notes sostenibles de 500 milions d'euros al 1,25% de cupó fix amb venciment el 23 de febrer del 2027, que actualment cotitza a sota del par (92,165%)
2. Una emissió de notes sostenibles de 500 milions d'euros a un tipus d'interès fix del 1,25% amb venciment el 6 de maig de 2031 que actualment cotitza sota del par (82,785%) i, per últim,
3. Una emissió de notes sostenibles de 175 milions d'euros al 1,70% de cupó fix amb venciment el 13 d'octubre de 2041 i que actualment també cotitza a sota del par (66,675%)

Afegim el gràfic representatiu del deute del Govern d'Andorra de Bloomberg



En fer emissions a llarg termini a tipus d'interès fix, el Govern d'Andorra s'ha assegurat que les previsible pujades de tipus d'interès a la zona euro no afectin negativament la seva liquidació d'interessos.

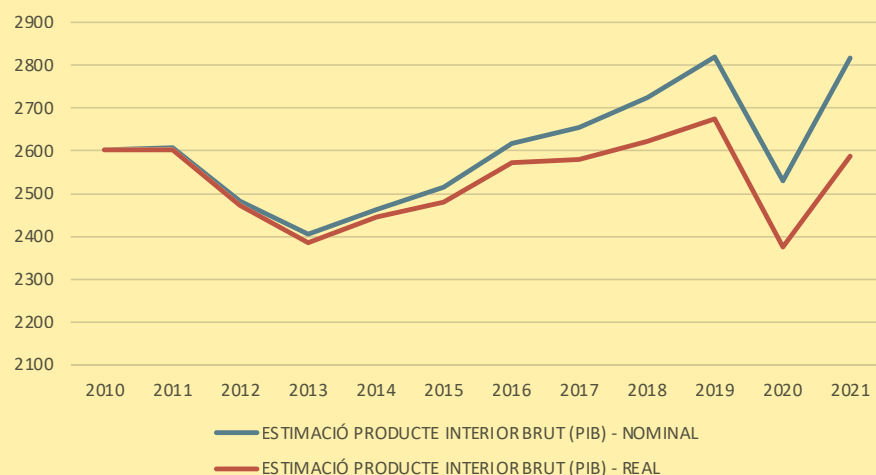
El romanent del deute fins els 1.302 milions d'euros, és deute a curt termini que sí tindrà una incidència a l'alça, en la negociació del tipus d'interès a pagar. Aquest fet es veu reflectit en el preu actual de les emissions a llarg termini al estar totes elles per sota de la par. El juny 2022, els mercats internacionals demanarien un tipus d'interès al voltant del 4,5% per qualsevol nova emissió, tipus que s'anirà incrementant com a mínim fins a finals del 2023.

La credibilitat del Govern, a nivell internacional, vindrà representada per la seva capacitat d'obtenir superàvits i reduir el deute actual. Aquest fet determinarà la futura prima de risc que Andorra haurà de pagar.

Per altra banda, acollir-se al criteri europeu de limitar l'endeutament al 40% del PIB, seria un greu error, ja que Andorra no compta ni amb la possibilitat de fer una política monetària pròpia, ni amb un Banc Central que pugui intervenir el mercat per controlar la prima de risc a pagar.

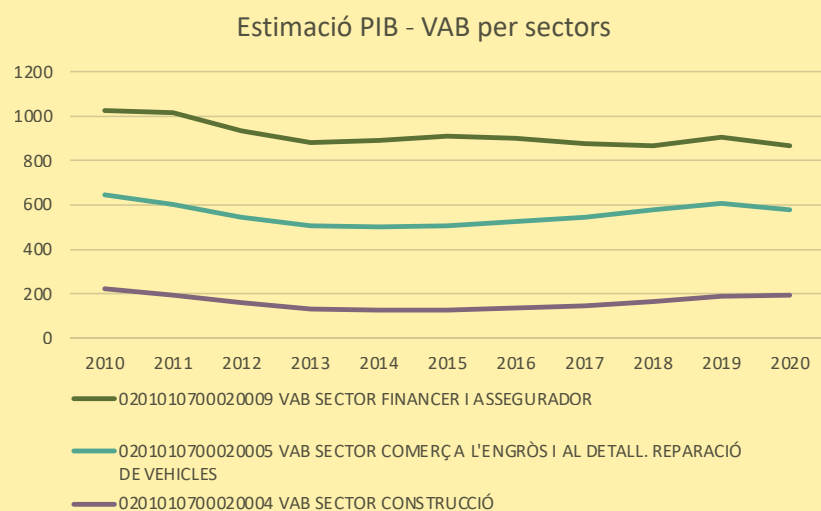
## CREIXEMENT ECONÒMIC

Els últims 11 anys, el model econòmic d'Andorra ha permès un creixement nominal del PIB del 6,45% i una disminució del PIB real del 2,52% basant-nos en les dades publicades pel departament d'estadística de Govern



Si s'analitza la contribució dels diferents sectors al creixement de l'economia (Estimació PIB – VAB per sector), es pot comprovar que al període 2010/2019 (per tal de no tenir en compte els efectes de la pandèmia), decreixen en contribució al PIB els següents sectors, per ordre de magnitud:

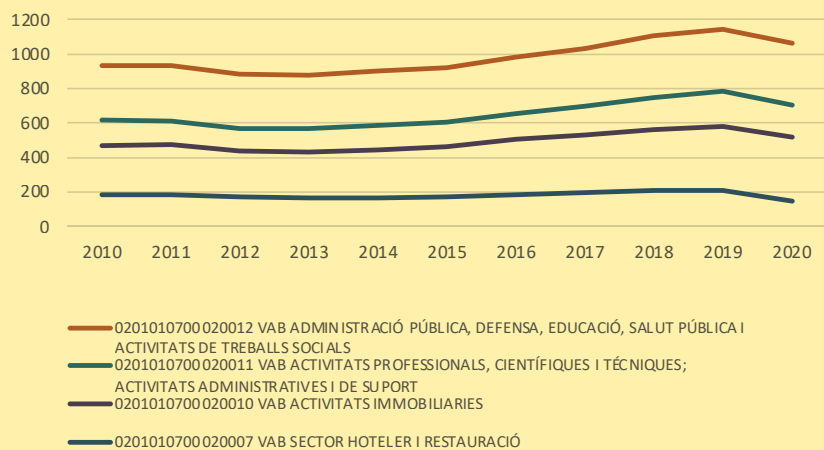
- Sector Financer i Assegurador (codi 020101070020009).
- Sector Construcció (codi 020101070020004).
- Sector Comerç a l'engròs i al detall, reparació de vehicles (codi 020101070020005).



Els sectors que, per la seva magnitud, durant el període 2010-2019, han contrarestat la disminució en la contribució al PIB nominal dels tres sectors abans mencionats, han estat per ordre de magnitud:

- Sector activitats Immobiliàries (codi 020101070020010).
- Sector activitats professionals, científiques i tècniques; activitats administratives i de suport (codi 020101070020011).
- Administració pública (codi 020101070020012).
- Sector Hoteler i restauració (codi 020101070020007).

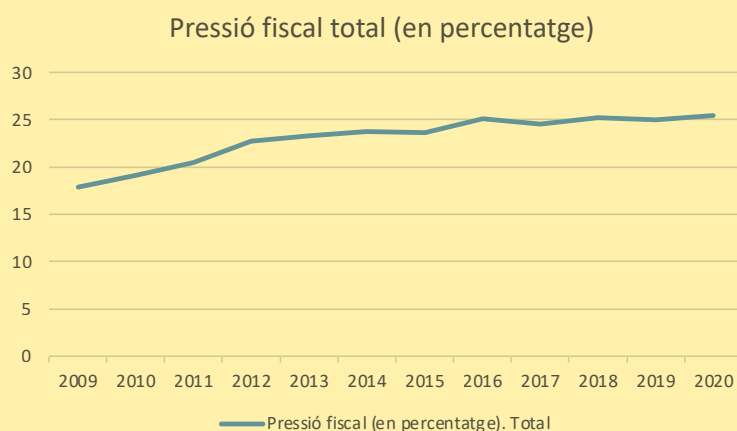
Estimació PIB - VAB per sectors



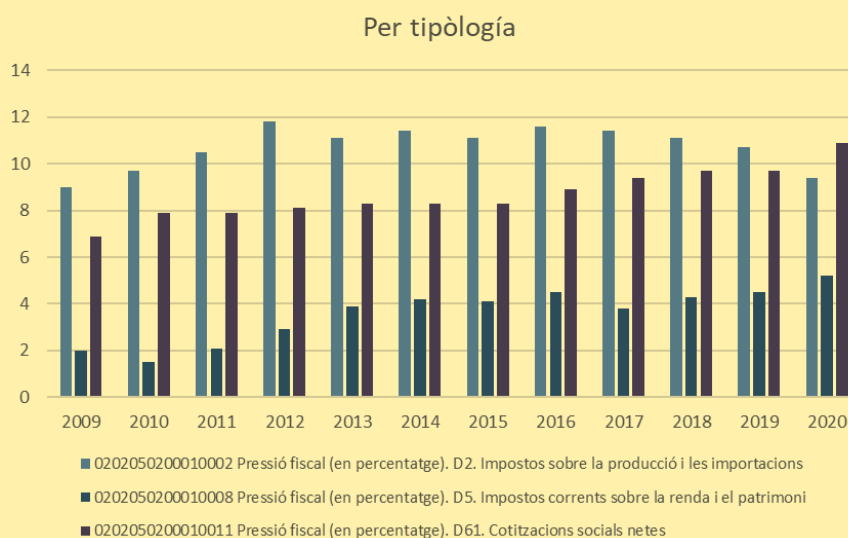
Aquestes dades semblarien indicar que l'evolució cap un nou model econòmic no s'ha fet amb la suficient celeritat que la situació requeria i requerirà en el futur.

## PRESSIÓ FISCAL

La pressió fiscal en el període 2010-2020 s'ha incrementat en un 42% d'acord amb les dades del departament d'estadística de Govern.



Aquest augment es basa en la implementació de l'Impost General Indirecte, els nous Impostos Directes (IRPF, IS, IRNR) i l'augment en les cotitzacions a la CASS.



Del 25,5% de pressió fiscal total sobre el PIB, les cotitzacions socials netes representen el 43%, els impostos indirectes el 37% i els impostos directes el 20%.

Tenint en compte que el PIB nominal ha crescut només en un 6,45% en els últims 11 anys, l'augment de la pressió fiscal ha restat poder adquisitiu als residents i ciutadans andorrans.

**Fonts utilitzades:** Departament d'Estadística del Govern d'Andorra  
Informes del Tribunal de Comptes, Bloomberg, Govern d'Andorra

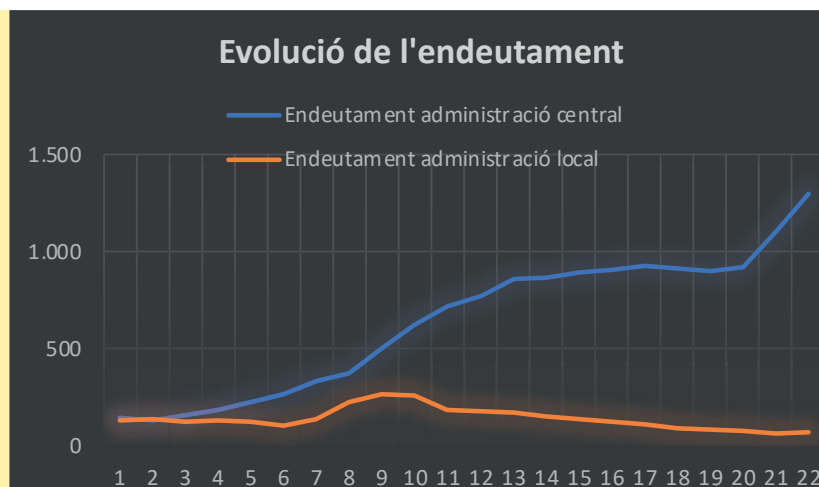


# Nota sobre l'endeutament dels Comuns i del Govern

Pere López Agrás  
**11 de juliol 2022**

Abans de poder presentar algunes conclusions o reflexions en relació a l'endeutament públic d'Andorra potser cal que, en primer lloc, observem detingudament les dades dels darrers 20 anys, coincidint amb l'inici de segle i moment al partir del qual es pot disposar de les dades que s'analitzen en el present escrit de forma globalment fiable.

Si ens fixem, doncs, en l'evolució d'aquestes des de l'any 2000 fins ara veiem com l'endeutament segueix, en el cas de l'Administració central, una clara tendència gairebé permanent a l'alça, només aplanada per la reforma fiscal iniciada els anys 2009 – 2010 i els seus efectes posteriors, fins a arribar a situar-se a finals del 2021 (amb dades encara no auditades pel Tribunal de Comptes) al voltant dels 1.300 milions d'euros. Quant a les administracions comunals, l'evolució ha estat força diferent ja que l'endeutament és inferior a l'existent l'any 2000, amb una tendència generalment a la baixa, especialment després de l'aprovació de la Llei de finances comunals de l'any 2003, amb l'excepció del període coincident amb la crisi econòmica i financera del final de la primera dècada d'aquest nou mil·lenni, fins a arribar a situar-se actualment (amb dades també pendents d'auditar per l'any 2021) en uns 70 milions d'euros.



Si ens fixem en l'endeutament per càpita, aquest ha experimentat un molt notable increment al llarg d'aquests anys, multiplicant-se per quatre i passant d'equivaler uns 4.000 euros/habitant l'any 2000 als prop de 16.000 euros/habitant actuals. En aquest cas, també veiem com la tendència general ha estat constantment a l'alça, malgrat algunes precisions que cal fer en dos àmbits ben diferenciats. En un primer lloc, cal tenir en compte la possible manca de fiabilitat de les dades de població fins l'any 2008 que va provocar una regularització dels cens, particularment en determinades parròquies; i de fet avui al web estadistica.ad només es publica la informació de les dades de població a partir de l'any 2009.

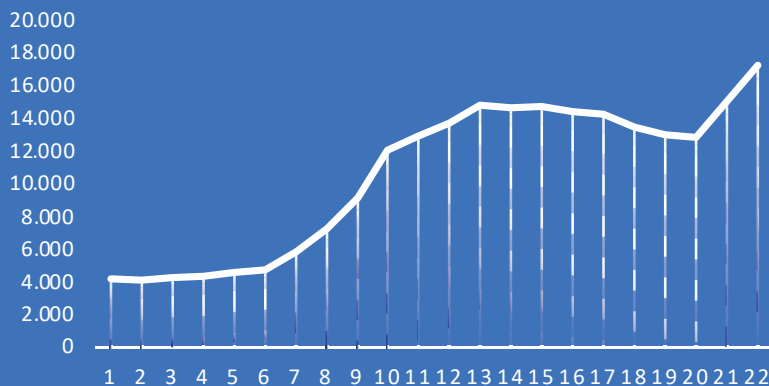
#### POBLACIÓ

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
65.844	66.334	67.159	72.320	76.875	78.549	81.222	83.137	84.484	73.600	70.290	69.772	69.758	69.966	70.570	71.732	73.105	74.794	76.177	77.543	78.015	79.535

En segon lloc, cal tenir en compte la reforma fiscal iniciada els anys 2009-2010 i que va significar una gran injecció de diners en els anys posteriors amb l'entrada en vigor de la imposició directa, inexistent pràcticament fins al moment: de l'Impost sobre la Renda dels No Residents (2011), de l'Impost de Societats (2012) i de l'Impost sobre la Renda de les Persones Físiques (2015), després que amb les negociacions dels Convenis de No Doble Imposició (CDI) es resolguessin els dubtes existents, per part d'algunes formacions polítiques, sobre la necessitat d'aquest impost per poder signar-los i sortir de les llistes de paradisos fiscals. En el camp dels impostos indirectes es va produir l'entrada en vigor de l'Impost General Indirecte (IGI) l'any 2013.

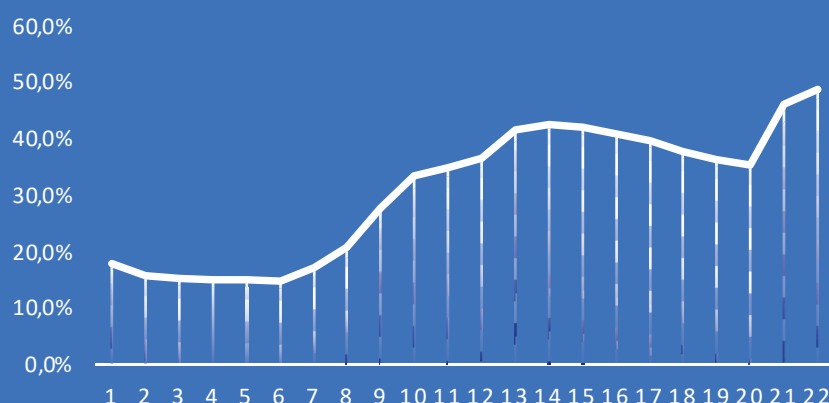
En els anys posteriors ja es va començar a produir un empitjorament dels comptes públics, particularment els del Govern, tot i una utilització més que intensiva dels resultats de les parapúbliques Andorra Telecom (100% del resultat + aportacions extraordinàries) i FEDA (30% del resultat + aportacions a altres empreses parapúbliques). Si bé és cert i innegable que en els darrers anys s'han succeït crisis de diferents tipus, i alguna de molta rellevància, cal tenir en compte que sense una robusta estructura de finançament de l'Estat i de mecanismes que donin solidesa a l'acció pública, es dificulta la capacitat de l'Estat per fer front a aquestes situacions, que no cal considerar com a extraordinàries ja que la història, tant la més recent com la que no ho és tant, demostra que cal preveure i tenir en compte que aquestes circumstàncies poden tenir un component cíclic i que són diversos els riscos existents avui en dia a nivell internacional. Tenir una estructura de finançament de l'Estat sense prou robustesa i que genera dèficits en situacions de normalitat és un doble risc d'increment substancial del deute i d'insuficiència alhora de la capacitat de l'Estat per fer front a les situacions que es puguin produir en el futur.

## ENDEUTAMENT PER CÀPITA



Quant a l'endeutament en relació al Producte Interior Brut (PIB), cal assenyalar que aquest se situa al voltant del 49% a nivell nacional i que l'endeutament del Govern en relació al PIB se situa al voltant del 46% i, per tant, supera el límit establert legalment del 40% en l'anomenada regla d'or. Les reflexions efectuades tant en relació al període de desplegament de la reforma fiscal com a la crisi actual de les finances públiques efectuades en els paràgrafs anteriors són plenament vàlides també en aquest punt de l'anàlisi.

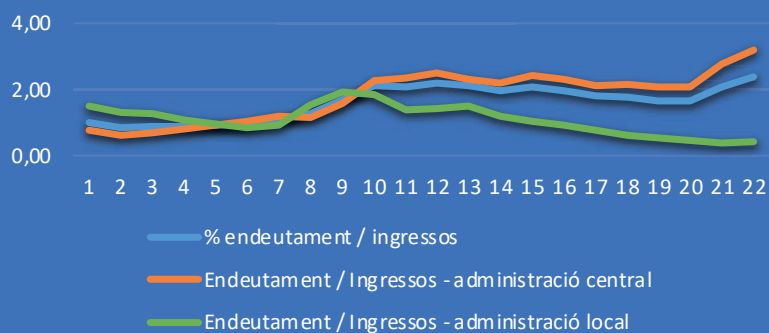
## % ENDEUTAMENT / PIB



Al meu parer és tanmateix important esmentar que, tot i que les ràtios oficials calculen sovint l'endeutament en funció del PIB, té molt més sentit, com a mínim des dels punts de vista econòmic i financer, calcular-ho en proporció als ingressos que genera el sector públic, exactament de la mateixa manera que es fa a una empresa o a nivell particular. Coincideixo en aquest punt amb d'altres economistes i sempre és un plantejament que he defensat. El PIB és el total de l'economia del país, de la riquesa que es genera al país, però només els ingressos públics mesuren la capacitat que tenen les administracions públiques per fer front al deute contret. Seguint aquest mateix fil argumental, per exemple, l'any 2003, a la Llei de finances comunals es va establir un sostre d'endeutament dels comuns, encara vigent, equivalent a 2 vegades (el 200%) dels ingressos i no pas en relació al PIB.

Fent aquest exercici veiem com el deute del Govern en relació als seus ingressos és de pràcticament 3,25 vegades; és a dir el Govern té un deute equivalent a 3,25 anys del seu pressupost total d'ingressos, un aspecte que no em sembla gens menor i que està, per exemple, molt per sobre de les 2 vegades dels ingressos que es va establir per a les administracions locals. Aquestes, en canvi, han reduït la ràtio esmentada des de l'1,5 de l'any 2000 fins al 0,5 actual, havent arribat a superar únicament el límit de 2 vegades els ingressos en el període de crisi de l'any 2008, ja esmentat anteriorment.

## Endeutament respecte dels ingressos

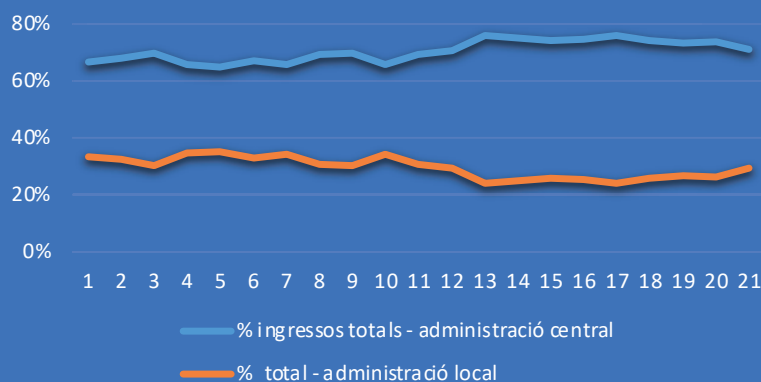


És particularment interessant analitzar la proporció d'ingressos públics totals entre els corresponents al Govern i els dels comuns. La proporció d'ingressos l'any 2000 era de 67 – 33 (Govern-Co-

mun) i actualment, tot i el que s'ha esmentat, és de 71-29. És a dir, no hi ha hagut una variació significativa al llarg dels anys i, fins i tot la proporció d'ingressos comunals sobre el total ha incrementat en els darrers anys. Un fet que en principi seria força antagònic amb el desplegament legislatiu a nivell fiscal que s'ha dut a terme a nivell de país i que molt principalment ha estat impulsat i desplegat per part de l'administració central.

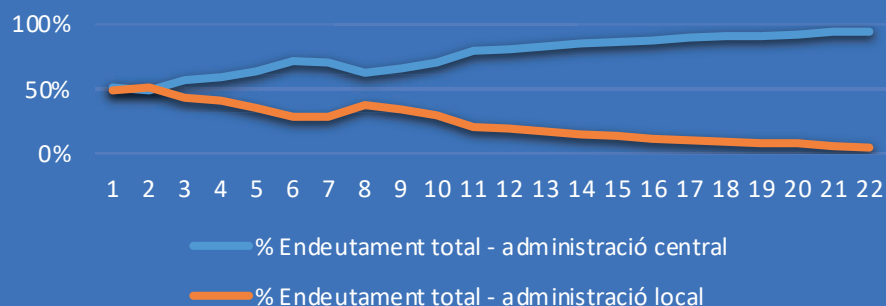
Aquest fet permet, d'una banda, visualitzar clarament que la reducció del deute comunal no prové d'una contenció de la despesa ja que aquesta s'ha gairebé duplicat des de l'any 2000 fins a l'actualitat en una proporció que, si bé és inferior, no ho és gaire, a l'increment de despesa que ha experimentat l'administració central. Quant als ingressos, en són varis els factors: d'una banda, via la Llei de transferències i posteriors consolidacions, els comuns han recollit part dels ingressos generats per les reformes fiscals i, de l'altra, la generositat de la Llei de finances comunals permet als comuns l'obtenció significativa de nous recursos, en força casos en detriment de la capacitat recaptatòria de les figures fiscals desplegades a nivell de l'administració central.

### % ingressos Govern - comuns



Finalment, també es pot observar com a principis del mil·lenni l'endeutament es repartia a parts més o menys iguals entre l'Administració central (51%) i les comunals (49%) i en l'actualitat aquest recau molt majoritàriament en el Govern, que té contret el 94% del total de l'endeutament públic, davant només el 6% que sustenten actualment els set comuns.

### Proporció endeutament Govern-Comuns



## CONCLUSIONS I REFLEXIONS

Un cop analitzades, o valorades, les dades que s'han exposat, se'n poden extreure algunes conclusions principals, almenys des del meu punt de vista.

En primer lloc, hi ha un creixement sostingut de l'endeutament de manera gairebé continuada, amb l'excepció del període de la implementació de la reforma fiscal entre els anys 2009 i 2015, que dibuixa una tendència clarament a l'alça. Cal afegir que si bé és veritat que els darrers anys han tingut lloc crisis importants i, com ja s'ha esmentat i exposat, l'economia és cíclica, les crisis –avui ja de tot tipus i no només econòmiques i financeres– se succeeixen i cal tenir en compte que aquestes poden ser en el futur no només sanitàries sinó també energètiques, alimentàries o tot allò que pugui esdevenir en el futur. Per tant, cal tenir una estructura de finançament públic sanejat i robust, ja que no es pot partir de la base que permanentment ens trobarem en situacions estables que permetin a l'Estat fer front a les necessitats del país i dels seus ciutadans.

Una segona conclusió és que –sense voler entrar en aquesta reflexió en un, per anomenar-lo d'alguna manera, conflicte competencial– la realitat i les dades que s'han exposat demostren que administració central i administracions locals viuen des d'un punt de vista pressupostari i de l'endeutament, en dues realitats absolutament diferents i gairebé es podria dir que totalment oposades. Mentre els comuns disposen d'uns comptes sanejats, amb una reducció continuada de l'endeutament alhora que amb molta capacitat inversora, com resulta a la vista en la gran majoria de les parròquies, el Govern es troba amb un dèficit pràcticament estructural, sense pràcticament capacitat inversora i, sense entrar a analitzar en aquest punt perquè no pertoca la gestió que es realitza, sense recursos suficients per poder solucionar problemes estructurals del país com per exemple l'habitatge o les pensions, entre d'altres, i que afecten tant a qüestions de caràcter marcadament estructural com altres de caràcter més conjuntural.

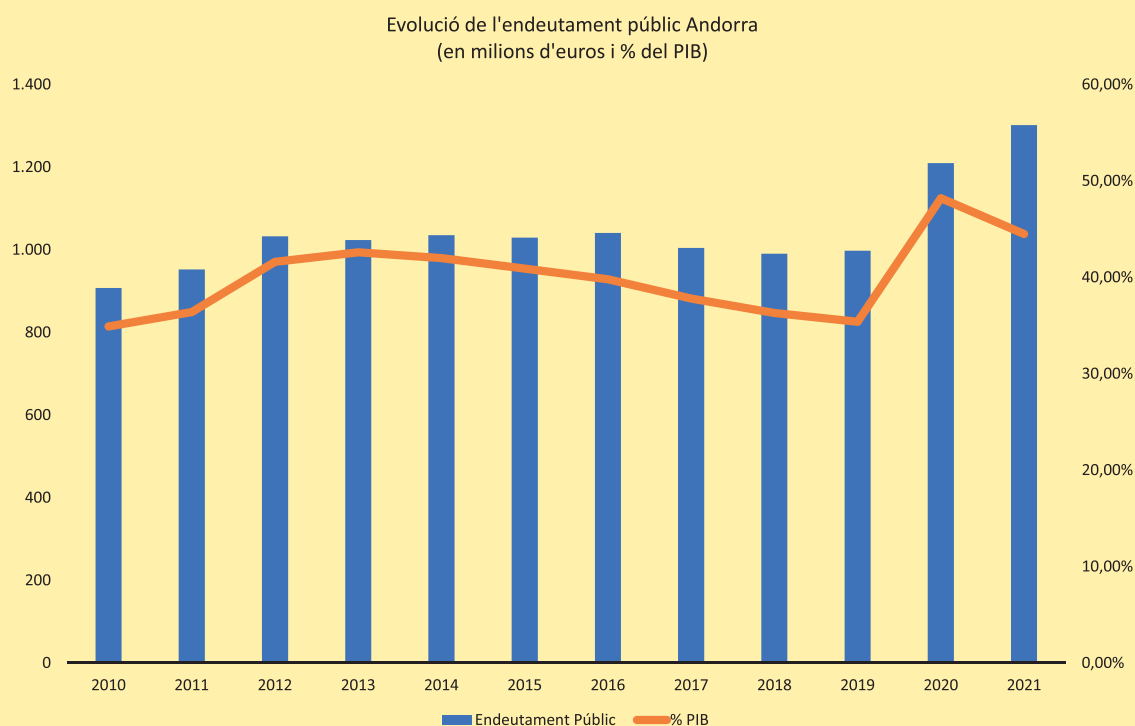
Finalment, tot i que seria objecte gairebé d'una altra anàlisi específica, les dades presentades porten de manera inevitable a reflexionar sobre la conveniència d'una distribució competencial més eficient i d'una fiscalitat amb un component més marcadament nacional que ajudin a resoldre els desequilibris de finançament avui existents i que, penso, han estat abastament exposats, sense les quals serà molt complex poder donar solucions efectives als reptes que es presenten al davant en els propers anys.

# La problemàtica del deute andorrà

Xavier Segura Porta  
Ferran Sicart Ortí  
Josep Lladós i Masllorens  
(TRACIS)  
**22 de juliol 2022**

## I. EVOLUCIÓ RECENT

Com era del tot previsible, els comptes públics del govern andorrà s'han vist severament afectats pels efectes de la pandèmia generada per la Covid-19. Proporcionar estabilitat a la renda dels residents i suport al teixit productiu esdevingueren directrius principals de la política econòmica a tots els països afectats per la pandèmia. Andorra no en podia pas ser l'excepció. La menor capacitat de recaptació d'impostos i les majors necessitats de despesa corrent, per fer front a les necessitats derivades de la crisi sanitària, dificultaren l'assoliment de l'equilibri pressupostari. D'aquesta manera, l'administració pública del país va tancar l'any 2020 amb un dèficit pressupostari que ha tingut continuïtat l'any següent i s'ha manifestat en una alça sensible dels nivells d'endeutament públic. El deute assolí els 1.302 milions d'euros a 31 de desembre de 2021, segons certificava la Intervenció General del Govern. Una xifra d'endeutament superior en més d'un 30% a l'existent a finals de 2019 i que representa situar el deute públic lleugerament per sobre del 46% del PIB andorrà (48% l'any 2020)<sup>1</sup>. La pandèmia ha conduït doncs els nivells d'endeutament a màxims històrics al Principat i per sobre del que determina la llei 32/2014, de sostenibilitat de les finances públiques i d'estabilitat pressupostària i fiscal, que fixa el topall per al deute públic del Principat en el 55% del producte interior brut (PIB) expressat en termes nominals i que, posteriorment, es reforça amb l'establiment d'un límit màxim del 40% del PIB en el cas del govern andorrà.



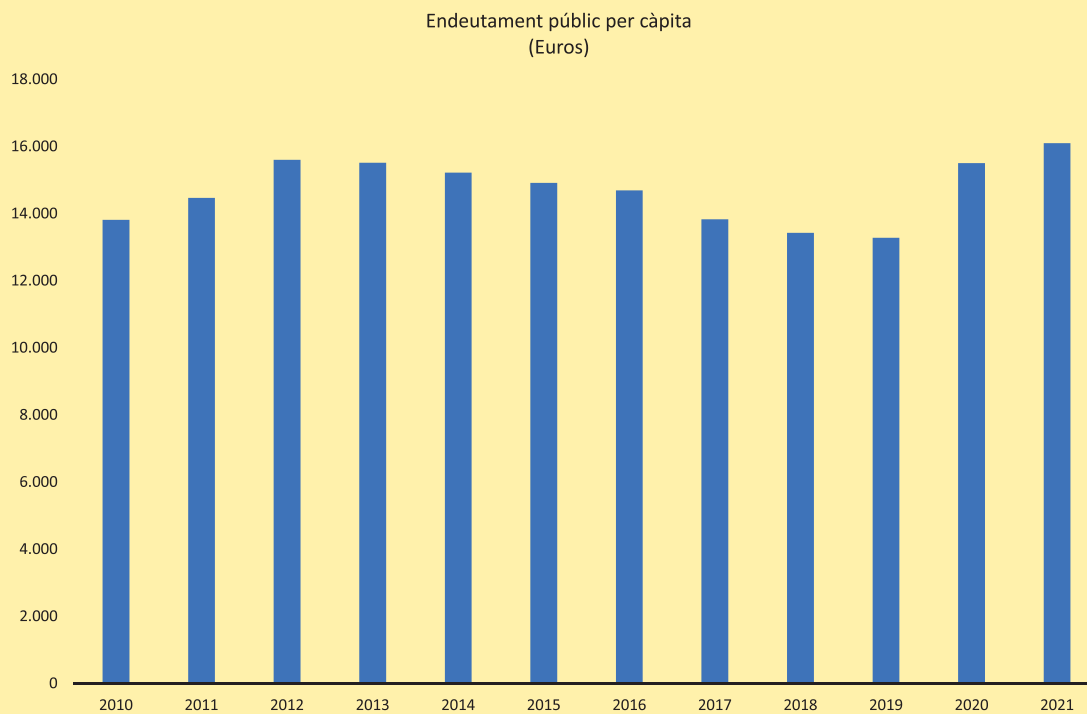
Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Finances

(1) D'acord amb les dades actualitzades de PIB nominal per al 2021 publicades pel Departament d'Estadística del Govern d'Andorra, en data 24 de març de 2022, i xifrades en 2.815,4 milions d'euros. Informació

accessible des de: <https://www.estadistica.ad/portal/apps/sites/#/estadistica-ca/pages/publicacio?Idioma=ca&Id=28947&IdCat=4>



Una bona mostra de l'acceleració del procés d'endeutament ens la proporciona l'anàlisi de la seva incidència en relació amb la població. El pes del deute públic per habitant ha augmentat ràpidament, fins a situar-se per sobre dels 16.000 euros per resident, superant els nivells assolits els anys posteriors a l'esclat de la crisi financera. L'augment d'aquesta càrrega ha estat superior al 20% en només els dos darrers exercicis. De la mateixa manera, la forta davallada en l'activitat econòmica ha conduït que, malgrat el descens del 9% en la recaptació impositiva, la pressió fiscal assolís també nivells de màxims històrics, amb un pes dels impostos meritats equivalent al 25,5% del PIB l'any 2020 (22,7% l'any 2012, un cop superats els efectes de la crisi financera). El nivell assolit encara se situa però molt per sota de la mitjana de la Unió Europea (41,1% l'any 2019).



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Finances

En el context internacional, el volum d'endeutament públic d'Andorra en relació amb l'activitat econòmica generada pel país se situa però en registres moderats. De fet, el darrer informe del Fons Monetari Internacional preveu que el nivell d'endeutament del conjunt de les economies més avançades se situï a final d'any a nivells molt més elevats, per sobre del 115% del PIB, i del 93% a l'Eurozona<sup>2</sup>.

En els anys posteriors a l'esclat de la crisi financera, els governs andorrans, tant de l'administració central com dels comuns o la caixa de la seguretat social, varen mantenir una política de disciplina fiscal que, de forma consolidada, permeté l'assoliment d'equilibri pressupostari o, en molts exercicis, fins i tot de superàvit en el saldo primari, és a dir, d'un excés d'ingressos respecte de les

(2) International Monetary Fund (2022). World Economic Outlook: War sets back the global recovery. Abril, 2022.

despeses executades abans del pagament d'interessos del deute. Aquest fou el motiu principal que permeté reduir en més de 7 punts el pes del deute en el PIB entre 2013 i 2019 (del 42,6% al 35,4%). L'Acord Monetari amb la Unió Europea, rubricat el dia 10 de febrer del 2011 i signat el 30 de juny del 2011, la Llei 17/2013, del 10 d'octubre, sobre la introducció de l'euro en el marc de l'Acord Monetari signat entre el Principat d'Andorra i la Unió Europea, la incorporació al Fons Monetari Internacional (FMI) l'octubre de 2020 i els majors compromisos assolits en la transparència d'informació i la lluita contra el blanqueig de capitals han estat decisions que progressivament reforçaren la credibilitat de l'economia i les finances andorranes als mercats internacionals i proporcionaren un element d'estabilitat en les relacions econòmiques amb els seus principals socis comercials, Espanya i França.

El procés de reactivació econòmica posterior a la pandèmia va avançar a bon ritme. L'any 2021 s'ha tancat amb un creixement econòmic del 8,9%, que ha permès recuperar la major part de la forta caiguda d'activitat registrada l'any anterior (11,2%, en sintonia amb els seus principals mercats d'exportació). Però, malgrat aquesta ràpida recuperació de les principals bases impositives, el Govern d'Andorra no ha aconseguit recuperar l'estabilitat pressupostària. El saldo de gestió (o no primari) continua sent negatiu i no s'assoleix un superàvit corrent, en relació amb les despeses de funcionament, que permeti contribuir al finançament de les activitats inversores. La influència del major endeutament es percep també en l'augment de les despeses financeres del deute del Govern, que han crescut un 56% en els darrers dos anys i ja arriben a representar el 0,69% del PIB nominal el 2021 (un 0,52% l'any 2020).

#### Liquidació pressupostària Govern d'Andorra

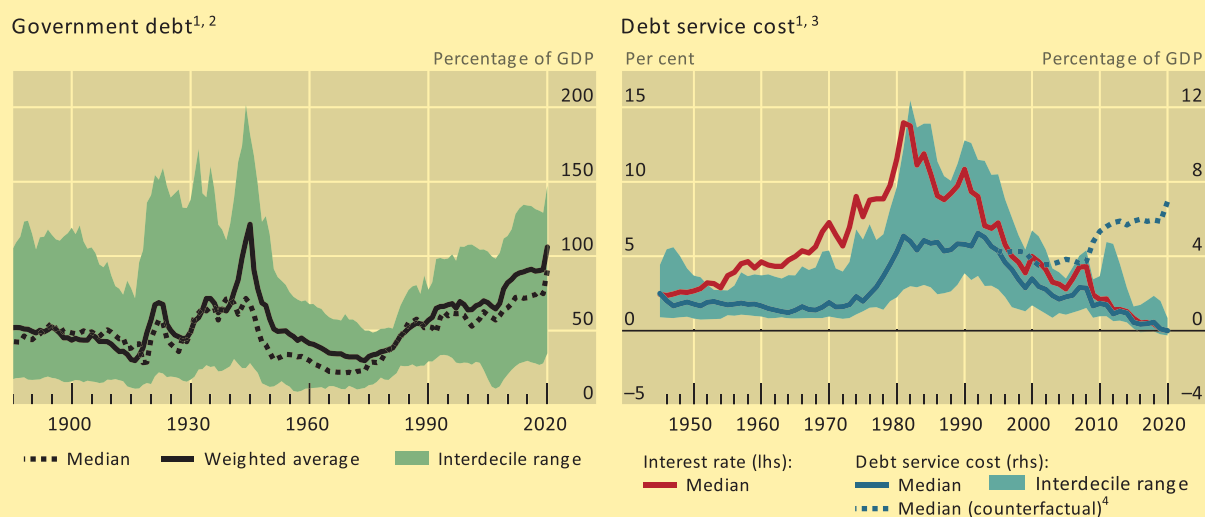
	2020	2021
Ingressos corrents	398.496.429	413.635.251
Despeses de funcionament	425.145.903	414.733.762
Ingressos de capital	5.441	628.200
Despeses de capital	64.895.612	57.971.663
<b>Superàvit de gestió</b>	<b>-91.539.645</b>	<b>-58.441.974</b>
Despeses financeres	13.092.121	19.389.111
<b>Superàvit de caixa</b>	<b>-104.631.766</b>	<b>-77.831.085</b>

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Finances

## II. EL CANVI EN LES CONDICIONS FINANCERES INTERNACIONALS

L'augment de deute públic és essencialment doncs el resultat d'una situació extraordinària i sense precedents històrics, derivada tant de la forta expansió fiscal induïda per l'adaptació a la pandèmia i la mitigació dels seus efectes econòmics com també d'un perllongat període d'enorme laxitud monetària per reactivar les economies afectades per la crisi hipotecària i financera. Però el canvi en les condicions financeres, agreujat pel conflicte bèl·lic a Ucraïna, convida a fer una reflexió de més abast envers la sostenibilitat del procés d'endeutament. No es tracta doncs tant d'una situació d'elevat nivell de deute com de la seva acceleració en un context més incert i vulnerable. Així, tal i com l'informe del Bank for International Settlements (BIS) corresponent a 2021 indicava<sup>3</sup>, coexisteixen ràtios de deute públic en relació amb el PIB de grandària similar a l'existent després de la segona guerra mundial amb uns tipus d'interès nominals en registres insòlitàment baixos, amb la conseqüència directa que els costos del servei del deute es troben en mínims històrics i que la càrrega del deute públic mai no s'hagi percebut tan lleugera com en el moment actual.

Rising debt but debt service cost at historical trough: no reason to worry? Graph I.15



<sup>1</sup> Sample of 19 AEs and five EMEs. <sup>2</sup> General government debt at nominal value, latest available quarter for 2020. <sup>3</sup> Debt/GDP multiplied by the simple average of short- and long-term interest rates. <sup>4</sup> Median debt service if nominal interest rates had stayed at the 1995 level.

Sources: O Jordà, M Schularick and A Taylor, "Macrofinancial history and the new business cycle facts", in M Eichenbaum and J Parker (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2016*, vol 31, 2016; S A Abbas, N Belhocine, A El-Ganainy and M Horton, "A historical public debt database", *IMF Working Papers*, no 10/245, 2010; European Commission, AMECO database; IMF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; Oxford Economics; BIS total credit statistics; BIS calculations.

Font: Bank for International Settlements

L'escenari internacional posterior a la invasió russa d'Ucraïna deixa entreveure però una acceleració del procés de normalització de les polítiques fiscals i, sobretot, monetàries, en la mesura que el conflicte ha incrementat notablement els riscos per a l'estabilitat financera internacional. La magnitud de les pertorbacions induïdes als mercats de primeres matèries i l'energia és apreciable,

(3) Bank for International Settlements (2021). Annual Economic Report.

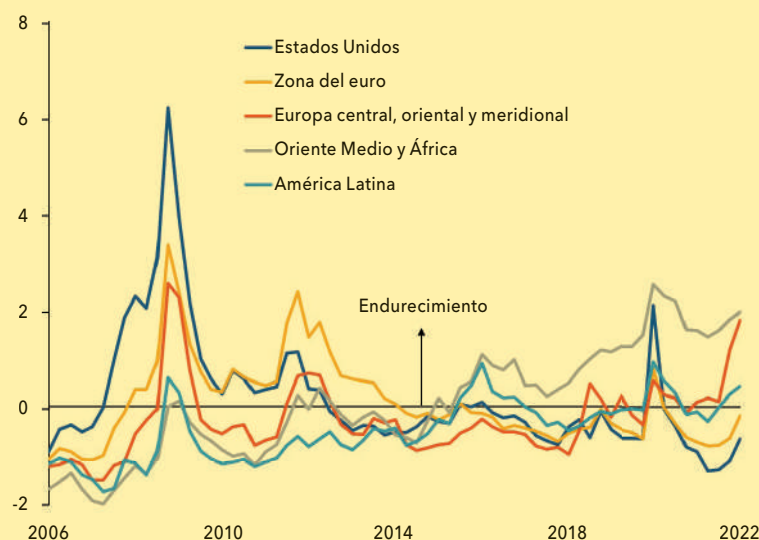
agreujant-se la crisi en la cadena de subministraments de moltes primeres matèries i components. Uns problemes de proveïment ja detectats a l'estiu de l'any passat i que han generat una espiral d'augment de costos i preus que ha derivat en un procés inflacionari molt acusat i en la desacceleració de la dinàmica de recuperació econòmica post-pandèmia. Una conseqüència directa ha estat la confirmació d'un enduriment de les condicions financeres a les principals economies del món per frenar l'evolució de la demanda i revertir les expectatives inflacionistes.

De fet, les pressions inflacionistes al Principat s'han mantingut per sota de les de les economies de l'entorn a causa dels contractes signats a llarg termini amb els principals proveïdors estrangers i l'assumpció per part de la principal companyia elèctrica, Forces Elèctriques d'Andorra (FEDA), d'una part significativa de l'augment de la part dels costos energètics que depenen de les fluctuacions del mercat internacional, sense que s'hagin transmès als consumidors en forma d'augment de preus durant la temporada d'hivern. La situació d'inflació continguda és, però, poc sostenible en el temps i convida a impulsar projectes autòctons de generació d'energia renovable, en els àmbits fotovoltaic i eòlic. Una bona mostra ens la proporciona la dada més recent sobre l'evolució dels preus al Principat<sup>4</sup>, que mostra una acceleració significativa de l'Indicador de preus al consum. En el mes de maig, l'indicador avançat ja registra taxes de creixement interanual del 6,5%, un resultat que és essencialment la conseqüència de l'encariment dels aliments i l'augment en el preu dels carburants.

### Contracción en marcha

Las condiciones financieras se han endurecido considerablemente en la mayoría de las economías avanzadas, y se han tornado especialmente restrictivas en Europa oriental.

(desviaciones estándar respecto a la media)



Fuentes: Bloomberg Finance LP.; Haver Analytics; y cálculos del personal técnico del FMI.

IMF

Font: Global Financial Stability Report, FMI (2022).

(4) Veure nota de premsa del Govern d'Andorra de l'1 de juny de 2022: [https://sig.govern.ad/SIGDDE.Public/Files/Documents/Notes\\_prensa\\_noticias/A142\\_20220601.pdf](https://sig.govern.ad/SIGDDE.Public/Files/Documents/Notes_prensa_noticias/A142_20220601.pdf)

El risc del repunt inflacionista es veu agreujat per les dificultats de subministrament de moltes primeres matèries o components. De fet, ja a la segona edició de l'enquesta sobre la situació econòmica de les empreses andorranes davant la crisi de la Covid-19, elaborada per la Cambra de Comerç abans de l'esclat de la crisi d'Ucraïna, els empresaris identificaven les dificultats d'aprovisionament i l'encariment dels subministraments com el principal focus de preocupació<sup>5</sup>.

La persistència de l'episodi inflacionari i de les conseqüències del conflicte bèl·lic en la cadena de subministraments de moltes empreses convida a pensar doncs que molts bancs centrals hauran de restringir la seva política monetària amb més intensitat i rapidesa del que ho han fet recentment. És de preveure que progressivament sigui menys acomodaticia i sensible a les necessitats del creixement econòmic, que s'indueixin noves alces en els tipus d'interès i vagin desapareixent les operacions d'adquisició de deute públic o corporatiu<sup>6</sup>. Aquest escenari farà més costós el finançament del deute i en dificultarà la sostenibilitat en el futur. Alhora, és altament previsible una reactivació a l'alça de les primes de risc pagades per les economies amb menys credibilitat als mercats financers. Tal i com François Villeroy de Galhau, governador del Banc de França ha expressat recentment en una conferència al Centre for Economic Policy Research (CEPR)<sup>7</sup>, Europa està transitant des d'una política monetària gairebé omnipresent que ha estat un instrument valuós per gestionar la crisi financera i estabilitzar l'Eurozona mentre estimulava el creixement econòmic, cap al seu rol natural de prevenir i controlar el risc d'inflació.

L'avenç cap un escenari financerament menys favorable també està relacionat amb l'explosió del deute privat. El nivell d'endeutament global va arribar a finals de 2020 a 226 bilions de dòlars, una fita històrica que representa el 256% del PIB que es genera al planeta<sup>8</sup>. Però el creixement del deute públic només va representar la meitat de l'increment de l'endeutament, perquè el deute privat d'empreses i famílies també ha assolit registres històrics, aportant un nou element d'incertesa als mercats i fent que la tasca dels bancs centrals hagi de ser en el futur un exercici delicat d'equilibri. La tendència a l'augment de l'endeutament públic i empresarial ja s'estava produint durant els anys previs a la pandèmia i també en participaven les principals economies emergents. A les principals economies mundials, la persistència de nivells molt baixos en els tipus d'interès ha derivat també en valoracions excessives d'actius, tant mobiliaris com immobiliaris, que representen noves vulnerabilitats i riscos per a l'estabilitat financera.

---

(5) Cambra de Comerç d'Andorra (2022). *Situació econòmica de les empreses davant la crisi de la Covid-19*. 2a Edició, gener 2022.

(6) Tobias Adrian (2022). *Mayores riesgos para la estabilidad financiera conforme la guerra complica los esfuerzos para contener la inflación*. Inclòs al Global Financial Stability Report. FMI, Abril, 2022. Accessible des de: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/04/19/blog-gfsr-financial-stability-risks-grow-as-war-complicates-push-to-contain-inflation>

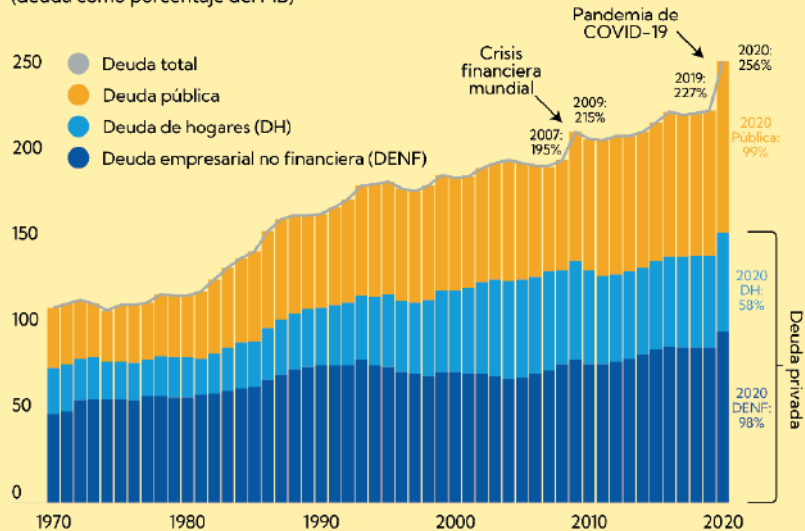
(7) François Villeroy de Galhau (2022). *In a highly uncertain world, refocusing Europe's goals and means of actions*. Conferència realitzada al Centre for Economic Policy Research (CEPR) Spring Symposium, Paris, 2 Juny 2022. Informació accessible des de: <https://www.bis.org/review/r220603d.htm>

(8) Vitor Gaspar, Paulo Medas y Roberto Perrelli (2022). *La deuda mundial alcanza cifra récord de USD 226 billones*. Blog Diálogo a Fondo, FMI. Accessible des de: <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=16730>

## Máximos históricos

En 2020 la deuda mundial experimentó el mayor aumento en 50 años.

(deuda como porcentaje del PIB)



Fuentes: Base de datos del FMI sobre de deuda mundial y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Las relaciones estimadas de deuda/mundial PIB están ponderadas por el PIB de cada país en dólares de EE.UU.

IMF

Font: Vítor Gaspar, Paulo Medas y Roberto Perrelli (2022).

Una petita mostra de la vulnerabilitat actual dels actius financers també ens la proporciona l'evolució recent de l'Euribor a 1 any, l'indicador de referència al mercat interbancari de l'Eurozona, que recupera xifres positives per primer cop des de la política de *Quantitative Easing* per part del Banc Central Europeu l'any 2015.

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Banc Central Europeu



L'acceleració de l'alça d'aquest tipus d'interès en les darreres setmanes està estretament relacionada amb les expectatives d'enduriment de la política monetària europea en un futur proper. En els darrers sis mesos, aquest indicador ha augmentat més d'un punt i mig percentual (del -0,518% de 20/12/2021 al +1,124% de 17/6/2022). Finalment, en la reunió del passat 9 de juny, les expectatives es confirmaren i el Consell de Govern del Banc Central Europeu va anunciar que en la reunió ordinària de política monetària del mes de juliol procediria a augmentar (per primer cop des de 2014) el tipus d'interès oficial en 0,25 punts bàsics. A més, va avançar que en la reunió de setembre hi hauria un nou augment del preu del diner (s'estima entre 0,50 i 0,75 punts percentuals addicionals) en funció de l'actualització de les perspectives d'inflació.<sup>9</sup>

Finalment, aquest augment s'ha concretat en la reunió de 21 de juliol i ha tingut una intensitat superior a l'esperada, amb un augment de 0,50 punts en els tres tipus d'interès oficials gestionats pel Banc Central i la confirmació d'un enduriment progressiu de la política monetària europea en els propers mesos, amb l'objectiu de reduir les expectatives d'inflació i assolir una evolució de la demanda que sigui compatible amb l'objectiu establert d'inflació del 2% a mitjà termini. L'evolució dels nivells d'inflació subjacent, actualment situada a l'entorn del 4,6% per al conjunt de l'Eurozona, probablement determinarà el ritme de les alces futures del tipus d'interès.

També paga la pena mencionar el compromís explícit de l'autoritat monetària europea en la seva lluita contra la fragmentació del mercat de deute públic, amb la voluntat de mitigar l'enlairament observat en les primes de risc. Es fa explícita la resolució del banc per a reinvertir les adquisicions de deute un cop arribat el seu venciment i es pretén reforçar l'eficàcia en la transmissió de la política monetària a través de la creació d'un nou mecanisme (*Transmission Protection Instrument, TPI*). Un conjunt de decisions i mesures que apunten a un escenari de major inestabilitat als principals mercats financers en un futur proper, causat per la normalització de les polítiques monetàries en un context d'inflació molt elevada i desacceleració econòmica important.

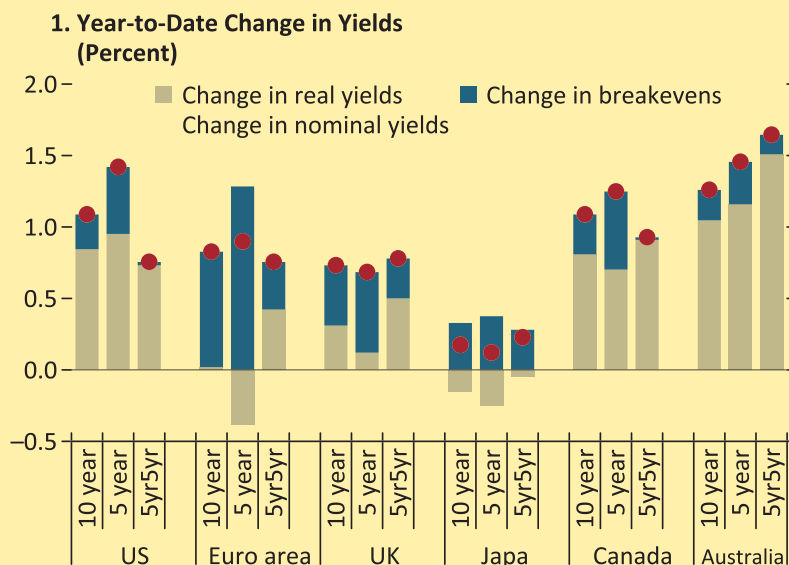
És significatiu també el contingut del darrer exemplar del *Global Financial Stability Report* (abril 2022) que, en el seu primer capítol, analitza les conseqüències de la guerra a Ucraïna<sup>10</sup>. Els rendiments dels bons de les principals economies ja han augmentat ràpidament, en expectativa de canvis en la política monetària i una inflació més persistent de la inicialment prevista. La volatilitat en el preu del deute públic ja és present al mercat secundari i l'economia andorrana, sense experiència d'accés directe als mercats financers internacionals, es pot veure afectada directament per un encariment dels costos de finançament en les properes emissions on hagi de concórrer, fent més exigents els criteris d'assoliment de la sostenibilitat del deute. Una conseqüència implícita d'aquest escenari més incert i volàtil és el major grau de concurrència i competència que previsiblement el govern andorrà haurà d'afrontar en un futur proper a l'hora de captar recursos als mercats financers.

(9) Es recomana la lectura de la nota de premsa de BCE, accessible des de: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220609~122666c272.es.html>

(10) Informació accessible des de: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>

**Figure 1.7. Drivers of Advanced Economy Bond Yields**

Nominal yields have increased significantly, reflecting rising inflation breakevens and real rates.



Font: Global Financial Stability Report, FMI (2022).

Es pot pensar que els episodis d'inflació significativa i persistent afavoreixen les posicions deutores en reduir el valor real dels deutes. Però, en contrapartida, generen situacions de creixent inestabilitat financera en descomptar els inversors l'arribada de nous actius amb rendiment superior, un procés que genera tensions en la demanda dels actius financers corresponents a economies amb menor credibilitat als mercats financers.

L'evolució de les primes de risc del deute europeu després de l'anunci del BCE sobre la confirmació del canvi en l'orientació de la política monetària ha ofert un indicatiu evident. El tipus del deute alemany a 10 anys ja se situa a l'1,6% (0,6 punts per sobre de finals de maig i 1,8 punts més que a l'estiu de 2021). Una bona mostra de l'escenari més convuls que afrontarà el Govern andorrà en els mercats financers la proporciona el fet que el Govern espanyol ja està havent de finançar el seu deute a llarg termini a un tipus del 2,7% (del 3,7% a Itàlia).



Major10Y	YieldD	ay	WeeklyM	onthlyY	oY
<b>United States</b>	3.2168	▲ 0.0228	-0.06%	0.41%	1.75%
<b>United Kingdom</b>	2.4430	▲ 0.048	-0.16%	0.46%	1.72%
<b>Japan</b>	0.2370	▲ 0.0020	0.00%	0.01%	0.18%
<b>Australia</b>	3.7610	▼ 0.017	-0.32%	0.51%	2.27%
<b>Germany</b>	1.6090	▲ 0.065	-0.15%	0.57%	1.79%
<b>Brazil</b>	12.9100	▲ 0.0500	0.12%	0.32%	3.80%
<b>India</b>	7.4580	▲ 0.051	-0.02%	0.05%	1.42%
<b>Canada</b>	3.3850	▲ 0.0480	-0.08%	0.56%	1.97%
<b>Italy</b>	3.6850	▲ 0.048	-0.10%	0.70%	2.81%
<b>France</b>	2.1450	▲ 0.064	-0.19%	-0.59%	1.98%
<b>Switzerland</b>	1.4410	▲ 0.087	-0.03%	-0.61%	1.63%
<b>Mexico</b>	9.0710	▲ 0.0010	-0.16%	-0.59%	2.13%
<b>Netherlands</b>	1.9200	▲ 0.053	-0.16%	-0.59%	1.98%
<b>New Zealand</b>	3.9150	▲ 0.0150	-0.31%	0.40%	2.11%
<b>Portugal</b>	2.7090	▲ 0.07	-0.10%	0.54%	2.27%
<b>Spain</b>	2.7270	▲ 0.064	-0.12%	0.62%	2.27%
<b>Greece</b>	3.9200	▲ 0.063	0.01%	0.38%	3.08%

Font: Elaboració pròpia partir de les dades de Trading Economics.

### III. LA SOSTENIBILITAT DE L'ENDEUTAMENT PÚBLIC

En aquest escenari més incert, una gestió acurada de l'endeutament públic i l'assoliment d'una major confiança en els mercats financers esdevenen elements crítics per preservar el marge d'actuació en política econòmica. A mode d'exemple, en el cas andorrà, cada augment d'un punt en el cost de finançament del deute actual representaria en el futur una càrrega addicional de 13 milions d'euros anuals per a la hisenda del país, l'equivalent al 0,46% del PIB nacional. Cal tenir present que les condicions recents de finançament han estat molt favorables: l'any 2021 el cost financer mitjà del deute se situava per sota de l'1,5% anual.

Aquesta vulnerabilitat davant els canvis en les condicions de l'entorn es fa més palesa quan s'observa que el període de maduració del deute públic andorrà era molt curt abans de la pandèmia (de mitjana inferior als tres anys), el que exigia la necessitat de renovació d'una part important del deute en els anys vinents<sup>11</sup>. L'atenció urgent de les majors necessitats de despesa provocades per la pandèmia va induir un procés accelerat de captació de fons durant l'any 2020 per via d'operacions de crèdit amb entitats bancàries privades i noves emissions de deute públic. En particular, es van concretar les operacions financeres següents: una línia de crèdit oberta amb Crèdit Agricole fins a un import de 100 milions d'euros i un venciment a 18 mesos, renovacions d'emissions i emissions extraordinàries de bons amb venciments entre un i tres anys. Aquestes actuacions d'urgència varen agreujar el problema de la baixa maduració del deute públic.

Les accions efectuades en els darrers mesos han contribuït, però, a mitigar la influència d'aquest factor de risc. Les primeres experiències de captació de fons externs utilitzant institucions financeres estrangeres en el rol d'intermediaris i prestadors per a la captació d'inversors privats han estat satisfactòries. Les emissions internacionals recents de bons categoritzats com a verds, socials i sostenibles, aspiraven a dilatar els venciments, alhora que es mantenia el cost mitjà de finançament en nivells continguts. A l'emissió de l'any 2021 es comercialitzaren bons per import de 500 milions a 10 anys i un 1,25% d'interès mentre que l'emissió de l'any en curs comprometia el refinançament de 500 milions d'euros de deute amb l'emissió a 5 anys i amb un 1,30% d'interès. L'èxit d'ambdues convocatòries, amb un volum de sol·licituds molt superior al mandat mostra la confiança i interès d'invertir en els actius andorrans, si bé el volum de diners sol·licitats va mostrar una tendència decreixent (de 2.400 a 1.000 milions d'euros). A més, cal afegir una emissió de deute privat, l'octubre de 2021, per un import de 175 milions d'euros, a un tipus d'interès de l'1,75% i un venciment a 20 anys. Tot aquest conjunt d'operacions internacionals ha permès estendre el venciment mitjà de l'endeutament de les administracions andorranes fins a gairebé 8 anys. Alhora, s'ha avançat en la cerca de finançament a llarg termini amb organismes multilaterals, com el Banc de Desenvolupament del Consell d'Europa.

Un retorn favorable de l'esforç desenvolupat per a la major sostenibilitat de l'endeutament és l'obtenció dels rànings BBB+ per part de l'agència Fitch, de BBB per part de Standard & Poor's i de Baa2 per part de Moody's, per a les emissions de deute a llarg termini i que s'ha mantingut estable en les avaluacions més recents.

La millora recent en el Issuer Default Rate (IDR) decidida per Fitch i de l'endeutament públic per part de Standard & Poor's es corresponen amb la ràpida reactivació de l'economia andorrana observada durant 2021 i el seu impacte favorable en les finances públiques, com també amb la valoració favorable de l'extensió en el venciment del deute i la major diversificació en les fonts de finançament.

(11) FMI (2021) IMF Executive Board Concludes 2021 Article IV Consultation with the Principality of Andorra. IMF Country Report No. 21/107, June. Informació accessible des de: [https://www.imf.org/en/](https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/06/09/Principality-of-Andorra-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-50202)

Publications/CR/Issues/2021/06/09/Principality-of-Andorra-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-50202

Tot plegat, permet albirar una estabilització i reversió dels nivells d'endeutament públic en el futur, que podrien situar-se per sota del llindar del 40% del PIB l'any 2024. Les bones expectatives envers la temporada turística en curs, fins i tot conviden a avançar un exercici econòmic més favorable de l'inicialment previst<sup>12</sup>. Però de l'informe que acompanya la valoració del deute se'n poden extreure alguns senyals d'alerta<sup>13</sup>. El més significatiu seria el reconeixement d'un escenari macroeconòmic futur diferent del previst pel Govern andorrà, amb un creixement econòmic esperat per als anys vinents sensiblement inferior i, en canvi, una alça de preus notablement més elevada. Les incerteses sobre la intensitat de la desacceleració econòmica en els principals mercats d'exportació de serveis a partir del trimestre de tardor i envers els efectes de les disruptions en el subministrament energètic podrien incidir negativament en l'evolució econòmica. Una circumstància que convida a extremar la prudència en la gestió de les finances públiques i reforçar la creació de reserves internacionals, atesa la vulnerabilitat del sistema bancari domèstic i la seva elevada incidència en el conjunt de l'economia.

#### ENDEUTAMENT DEL GOVERN ANDORRÀ

	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
<b>Bons</b>			
Emissió 30/03/2017 (60 mesos)	260.000.000	260.000.000	260.000.000
Emissió 29/05/2017 (60 mesos)	60.000.000	60.000.000	60.000.000
Emissió 30/04/2018 (24 mesos)	125.000.000		125.000.000
Emissió 19/12/2019 (36 mesos)	150.000.000	150.000.000	150.000.000
Emissió 3/6/2019 (18 mesos)	100.000.000		
Emissió 17/10/2019 (12 mesos)	100.000.000		
Emissió 14/04/2020 (12 mesos)		125.000.000	
Emissió 02/06/2020 (12 mesos)		125.000.000	
Emissió 10/08/2020 (24 mesos)		20.000.000	20.000.000
Emissió 14/10/2020 (36 mesos)		180.000.000	
Emissió 6/5/21 (120 mesos)			500.000.000
Emissió 13/10/2021 (240 mesos)			175.000.000
<b>Pòlisses i línies de crèdit</b>			
Obertura 28/03/2012 (120 mesos)	27.420.749		
Concessió préstec a l'AREB	15.535.597		
Obertura 26/03/2021 (12 mesos)			
Línia de crèdit Crèdit Agricole 16/07/2020 (12 mesos)		100.000.000	
<b>Prèstecs</b>			
Finançament inversions	82.859.311	77.551.051	
Banc desenvolupament del Consell d'Europa		8.400.000	12.000.000
<b>Endeutament total</b>	<b>920.815.657</b>	<b>1.105.951.051</b>	<b>1.302.000.000</b>

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Finances

(12) Les dades de visitants fins a juny mostren una evolució molt favorable en relació amb l'any anterior: [https://sig.govern.ad/SIGDDE.Public/Files/Documents/Notes\\_prensa\\_noticies/A123\\_20220721\\_A.pdf](https://sig.govern.ad/SIGDDE.Public/Files/Documents/Notes_prensa_noticies/A123_20220721_A.pdf)

(13) Accessible des de l'adreça següent: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-upgrades-andorra-to-a-outlook-stable-08-07-2022>

En aquest punt, es fa necessari reflexionar sobre si, malgrat el creixement accelerat del deute andorrà, la seva sostenibilitat està garantida. Passada la pandèmia, un element digne d'atenció és si les capacitats dels governs han millorat prou per gestionar adequadament el creixement d'un deute que s'ha produït a costos molt baixos. En els anys recents, el nivell reduït dels tipus d'interès va facilitar la capacitat dels governs per endeutar-se però aquest comportament no significa que necessàriament tinguin la capacitat per gestionar en el futur uns costos del deute més elevats.

En general, es considera que els governs han d'estar preparats per mantenir uns nivells de deute que no posin en perill l'estabilitat i el creixement econòmic. Molt hi tenen a veure diversos factors, com la capacitat de gestió del deute per part dels governs, la qualitat de les institucions, els fonaments macroeconòmics, l'estructura productiva o el sistema fiscal<sup>14</sup>.

Però un dels elements més determinants de la sostenibilitat és el creixement econòmic, perquè un major dinamisme fa augmentar les bases fiscals del pressupost públic, afavorint el pagament del servei del deute i la capacitat de retorn del principal. La importància del creixement econòmic és més rellevant per a les economies petites i molt dependents de l'exterior, com és el cas d'Andorra, on críticament hi influeixen els canvis en les condicions de l'entorn internacional. Aquest factor de sostenibilitat és particularment determinant quan l'economia afectada té una capacitat limitada per influir en aquests canvis externs.

D'aquesta manera, quan les condicions econòmiques de l'entorn empitjoren, es dificulta la capacitat de les economies de menor dimensió per sostenir el seu endeutament, perquè les seves opcions per impulsar internament la seva activitat són més limitades. En aquests casos, la sostenibilitat futura del deute reposaria essencialment en una major disciplina fiscal.

Tal i com assenyala Daniel Suárez<sup>15</sup>, analitzar la sostenibilitat de l'endeutament representa garantir la liquiditat en el curt termini, que permeti atendre els pagaments de les seves obligacions i un accés continuat als mercats financers, i la solvència en el curt i llarg termini, el que exigiria satisfer la restricció pressupostària que exigeix que el valor actual net dels futurs saldos pressupostaris primaris hagi de ser, com a mínim, igual al valor actual net del deute públic viu<sup>16</sup>.

De forma sintètica, es podria expressar com l'evidència que la sostenibilitat del deute públic en el temps depèn estrictament de l'assoliment d'una de les condicions següents:

- L'obtenció d'un superàvit primari als comptes públics. És a dir, d'un nivell d'ingressos superior a les despeses públiques, descomptant els interessos pagats pel deute públic.
- Un cost de finançament del deute inferior a la taxa de creixement nominal del PIB en el país.

L'evolució de les necessitats de finançament del sector públic i l'estabilització dels nivells d'endeutament en els propers anys està críticament vinculada, doncs, a la capacitat de sostenibilitat del nivell d'endeutament, la capacitat d'atenció a les necessitats internes i la qualitat de l'estructura i composició del deute. Precisament, l'escenari elaborat l'any 2021 per Fitch en la seva valoració del deute andorrà ja indicava la sensibilitat elevada de l'endeutament a l'evolució de l'activitat econòmica, el comportament dels tipus d'interès i el saldo primari del pressupost públic.

(14) Veure, per exemple, la reflexió que hi fa Dalia Hakura a *What is debt sustainability?*, publicada a Finance & Development, Setembre 2020. Informació accessible des de: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues>

(15) Daniel Suárez Montes (2021). *Sostenibilidad de la deuda: geometría y límites difusos*. Instituto de Estudios Financieros. Documento de Trabajo, 37.

(16) En expressió del mateix autor, l'evolució del deute depèn de dues forces oposades. D'una banda, un *efecte de bola de neu* que es produeix quan el cost de l'endeutament és superior al ritme d'evolució de l'activitat econòmica i, de l'altra, un *efecte reductor de deute* que es produeix quan el Govern obté un superàvit en el saldo primari del seu pressupost.

L'assoliment del primer requisit de sostenibilitat fou habitual en els anys previs a la pandèmia, amb superàvits primaris superiors al 3% del PIB durant el període 2017-2019 i amb una expectativa de recuperació de saldos positius durant el període 2022-2026, ja compromès en l'escenari macroeconòmic presentat pel govern andorrà al Fons Monetari Internacional a mitjans de 2021. La sostenibilitat del deute a curt i mitjà termini semblaria estar, doncs, garantida amb els límits de despesa i endeutament compromesos per l'executiu.

Però l'entorn de més incertesa i risc financer pot qüestionar seriosament l'escenari previst en el pla d'equilibri financer, actualitzat a octubre de 2021 amb els efectes econòmics de la pandèmia. Si bé els resultats assolits l'any passat en termes de creixement econòmic, dèficit públic i pes del deute són millors dels esperats, l'expansió prevista per als anys següents pot ser més limitada del previst.

La conjuntura econòmica recent convida a moderar sensiblement les visions més optimistes. L'informe elaborat pel personal tècnic de l'FMI en la seva visita del mes d'abril passat<sup>17</sup> ja indicava la presència de riscos apreciables que podrien impactar a la baixa les previsions econòmiques efectuades, bàsicament relacionats amb l'alentiment de la recuperació econòmica en els principals mercats d'exportació, el baix to de l'activitat turística, l'augment considerable en el preu de les primeres matèries, l'empitjorament de les expectatives empresarials i l'enduriment de les condicions financeres. Aquests diferents factors, que afecten la generació d'ingressos i la intensitat de les despeses socials, poden dificultar sensiblement l'objectiu previst de situar el dèficit públic en un 0,3% del PIB en concordança amb un creixement econòmic previst del 4,5%.

Exercici	2021	2022	2023	2024	2025
	<i>any n-1</i>	<i>any n</i>	<i>any n+1</i>	<i>any n+2</i>	<i>any n+3</i>
Estimació creixement relatiu anual del PIB nominal Font: <i>informe de data 29/05/2019 del Departament d'Estadística</i>	6,0%	7,1%	4,9%	4,3%	3,0%
Previsió PIB nominal	2.657.886.952	2.845.960.921	2.984.082.409	3.111.795.115	3.204.232.456
Límit establert per al Govern en percentatge sobre el PIB estimat	40%	40%	40%	40%	40%
Objectiu establert pel Govern en percentatge sobre el PIB estimat	53,7%	45,2%	42,7%	41,0%	39,7%
Límit de l'endeutament de Govern previst per Llei (40%)	1.063.154.781	1.138.384.368	1.193.632.964	1.244.718.046	1.281.692.982
Estimació establerta pel Govern en euros	1.427.000.000	1.286.353.846	1.275.430.769	1.274.507.692	1.273.584.615
Endeutament estimat	1.302.000.000				
Endeutament estimat/ PIB expressat en termes nominals	49,0%				

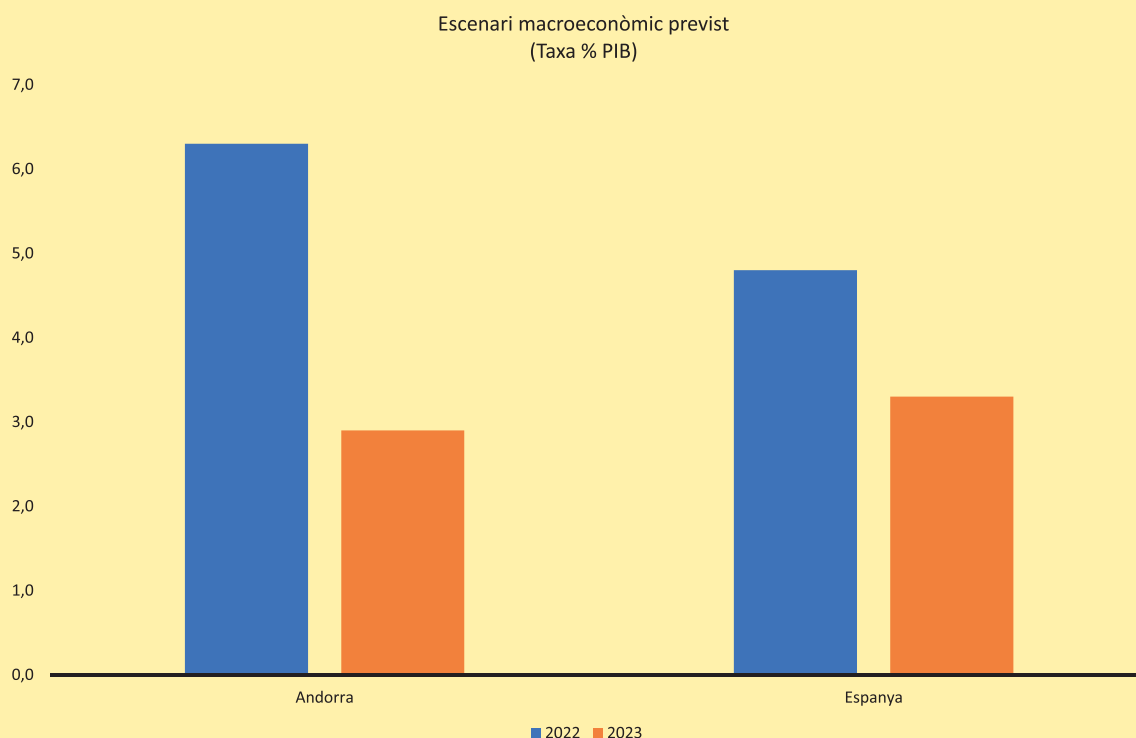
Font: Ministeri de Finances

(17) Principality of Andorra: Staff Concluding Statement of the 2022 Article IV Mission. April 7, 2022. Informació accessible des de: <https://>

[www.imf.org/en/News/Articles/2022/04/07/principality-of-andorra-staff-concluding-statement-of-the-2022-article-iv-mission](https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/04/07/principality-of-andorra-staff-concluding-statement-of-the-2022-article-iv-mission)

Les previsions econòmiques incloses l'actualització realitzada en octubre de 2021 del marc pressupostari de l'administració general de l'Estat andorrà prenen com a referència les estimacions del PIB de la zona euro que foren efectuades pels principals organismes internacionals. Aquestes estimacions, però, han estat recentment ajustades significativament a la baixa, a causa de les majors incerteses financeres existents<sup>18</sup>. En la mesura que es tracta dels principals mercats d'exportació de béns i serveis andorrans, la seva desacceleració tindrà efectes d'arrossegament en l'economia del Principat. A mode d'exemple, segons el darrer Butlletí Mensual de Conjuntura<sup>19</sup>, el mercat espanyol i francès ha representat prop del 90% de les exportacions de productes i de l'entrada de turistes en els darrers dotze mesos.

L'actualització de les previsions macroeconòmiques per al període 2021-2026 elaborades pel govern andorrà el passat mes de desembre<sup>20</sup> també sobreestimen l'escenari macroeconòmic internacional a curt termini, com podem observar quan es compara l'evolució esperada de l'economia andorrana amb l'escenari macroeconòmic previst per a l'economia espanyola, principal soci comercial del Principat. La manca de correlació és evident. En canvi, les estimacions efectuades sobre l'evolució del creixement per períodes posteriors (augment del 2,1% l'any 2024 i de l'1,5% els dos anys posteriors) semblen poc ambicioses i podrien posar en risc la sostenibilitat futura de l'endeutament públic.



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Finances

(18) Veure, per exemple, les revisions a la baixa efectuades pel Fons Monetari Internacional (<https://www.imf.org/es/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>), per l'Organització per a la Cooperació i el Desenvolupament Econòmic (<https://www.oecd.org/economic-outlook/>) o bé per part de la Comissió Europea mateixa ([https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip\\_22\\_3070](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_22_3070)).

(19) Veure la nota en aquest enllaç: <https://www.estadistica.ad/portal/apps/sites/#/estadistica-ca/pages/publicacio?Idioma=ca&Id=29324&IdCat=3,4>

(20) Incloses a la nota de premsa del govern andorrà publicada el 13 de desembre de 2021. Informació accessible des de: <https://www.estadistica.ad/portal/apps/sites/#/estadistica-ca/pages/publicacio?Idioma=ca&Id=26420&IdCat=4>

Andorra: Previsions marc pressupostari general 2020-23 (Actualització Octubre 2021)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Creixement nominal PIB Món	6,3	1,7	-3,2	11,0	6,6	5,4	5,1	5,0	5,1
Creixement nominal PIB Eurozona	3,3	3,0	-5,1	4,5	3,9	2,0	1,7	1,4	1,3
Creixement nominal PIB Andorra	2,6	3,4	-11,0	6,0	7,1	4,9	4,3	3,0	2,9
Creixement nominal PIB França	2,8	2,7	-6,2	5,9	5,4	3,1	2,9	3,0	2,8
Creixement nominal PIB Espanya	3,6	3,4	-10,0	7,1	6,1	4,4	4,2	3,1	3,1
Preu petroli (Brent, \$/barril)	71,0	64,2	40,6	65,7	63,1	60,4	58,8	57,8	57,4

Font: Ministeri de Finances

De la mateixa manera, les estimacions efectuades sobre el cost de l'energia la tardor passada també semblen excessivament optimistes després de la crisi derivada de la invasió russa d'Ucraïna<sup>21</sup>. Un exercici de prudència davant del nou escenari financer internacional és doncs ineludible com també seria convenient una actualització del quadre macroeconòmic previst.

Molt més recentment, el passat dia 16 de juny, s'han actualitzat les previsions macroeconòmiques per al període 2022-2027<sup>22</sup>, que ajusten a la baixa la previsió del creixement del PIB andorrà fins al 5,2% en termes reals durant el primer any i milloren les perspectives en els anys següents, en major sincronia amb l'evolució esperada de l'entorn econòmic internacional. Tot i aquesta correcció, l'escenari dissenyat convida però a extremer la prudència, en raó dels esdeveniments recents a l'escenari internacional i de l'evolució mateixa de l'economia andorrana durant l'exercici.

Taula 2. Previsions de creixement del PIB d'Andorra per al període 2022-2027

	Nominal	Real
2022	7,2	5,2
2023	4,5	3,3
2024	4,8	3,2
2025	3,7	1,9
2026	3,5	1,7
2027	3,4	1,6

Font: Ministeri de Finances

Unitat: taxa de variació interanual (%)

(21) El preu mitjà del petroli Brent durant els sis primers mesos de l'any 2022 s'ha situat per sobre dels 100\$/barril i actualment supera el llindar dels 120\$ (<https://es.investing.com/commodities/brent-oil>).

(22) Informació elaborada a partir de la nota de premsa publicada pel govern andorrà i que és accessible des de l'adreça següent: <https://www.estadistica.ad/portal/apps/sites/#/estadistica-ca/pages/publicacio?Idioma=ca&Id=29367&IdCat=4>

Diversos factors alertarien d'un desenvolupament menys favorable del previst:

- En primer lloc, l'elecció del marc de referència. L'escenari es dissenya a partir de l'informe de perspectives econòmiques mundials elaborat pel Fons Monetari Internacional durant el mes d'abril però no té en consideració la rellevància d'algunes revisions efectuades posteriorment. Paga la pena indicar aquelles que afecten al principal mercat d'exportació del Principat, l'economia espanyola, amb estimacions de creixement econòmic per a 2022 entre el 4,3% (Ministeri d'Economia) i el 4,5% (Banc d'Espanya)<sup>23</sup>, inferiors al 4,8% utilitzat com a referència, i que avancen també un creixement previst del deflactor del PIB superior al 4%, més del doble del recollit com a referent en l'escenari andorrà.

**Taula 1. Previsions de creixement del PIB i deflactors en economies de l'entorn**

	2022		2023		2024		2025		2026		2027	
	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real
PIB Espanya	6,9	4,8	4,3	3,3	4,6	3,1	3,7	2,0	3,5	1,7	3,4	1,6
PIB França	5,0	2,9	3,7	1,4	3,4	1,5	3,3	1,4	3,0	1,4	3,1	1,4
PIB Zona Euro	3,0	2,8	2,4	2,3	1,9	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3
Deflactor del PIB												
Espanya	2,0		1,0		1,5		1,8		1,8		1,7	
França	2,0		2,4		1,8		1,8		1,6		1,6	
Zona Euro	3,2		2,4		1,9		1,9		1,9		1,9	

Unitat: taxa de variació interanual (%)

Font: Ministeri de Finances

No menys important ha estat l'actualització efectuada pel Banc Central Europeu sobre les seves previsions de creixement econòmic i de preus per enguany, que avancen un valor mitjà del 6,8% de l'Índex de Preus de Consum per al conjunt de l'any (3,2% en l'escenari de referència)<sup>24</sup>, indicador de la intensitat i persistència d'un episodi inflacionari del que Andorra no se'n podrà aïllar<sup>25</sup>.

## Growth and inflation projections for the euro area

(annual percentage changes)

	June 2022				March 2022			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
<b>Real GDP</b>	5.4	2.8	2.1	2.1	5.4	3.7	2.8	1.6
<b>HICP</b>	2.6	6.8	3.5	2.1	2.6	5.1	2.1	1.9

Font: ECB

(23) Per exemple, consultar l'informe sobre les projeccions econòmiques de l'economia espanyola. Accessible des de: <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/analisis-economico-e-investigacion/proyecciones-macro/relacionados/boletin-economico/informes-de-proyecciones-de-la-economia-espanola/>

(24) Informació obtinguda a partir de la nota de premsa del govern

andorrà. Accessible des de l'adreça: <https://www.estadistica.ad/portal/apps/sites/#/estadistica-ca/pages/publicacio?Idioma=ca&Id=29363&IdCat=4>

(25) Veure l'informe del Banc Central Europeu: [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202206\\_eurosystemstaff-2299e41f1e.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202206_eurosystemstaff-2299e41f1e.en.html)



- En segon lloc, l'evolució recent de l'economia andorrana. Si bé les dades corresponents al primer trimestre de l'exercici mostren un creixement interanual superior al 17%, l'evolució del creixement trimestral ens indica un procés de desacceleració evident amb un avenç moderat, del 0,2%. Si bé les dades d'entrada de visitants i turistes permeten albirar un trimestre d'estiu molt favorable, la incidència de l'encariment del cost de la vida en el consum i dels subministraments en la producció són aspectes que poden limitar el procés de reactivació durant el curs.

Dues dades recents ens indiquen la conveniència de ser cautelosos davant la influència de l'inestable escenari internacional. D'una banda, el nivell assolit per l'Indicador de preus de consum, que arribà a una taxa interanual del 6,6,% durant el mes de maig. De l'altra, l'evolució desfavorable de l'índex de vendes de grans superfícies durant el mes d'abril<sup>26</sup>, amb una millora molt significativa en relació amb l'any anterior però un descens del 0,9% en el volum de vendes i de l'1,2% en el nombre d'ocupats en relació al mes de març.

L'encariment de preus necessàriament es trasllada també als costos dels serveis públics, de manera que el govern andorrà ha reconegut una desviació de l'escenari pressupostari previst per a les despeses corrents, amb un creixement del dèficit públic fins als 30,3 milions d'euros (amb relació als 26,5 milions pressupostats), el que exigirà la captació de recursos financers addicionals. Per bé que el procés inflacionari pot beneficiar també les arques públiques en raó de l'expansió del valor nominal de les bases impositives (sobretot pel que fa a la recaptació dels impostos indirectes) l'augment induït de la pressió fiscal tampoc no beneficiaria les expectatives de recuperació del consum i de reactivació econòmica durant l'exercici.

Aquest escenari més incert faria necessari, doncs, impulsar una major disciplina fiscal i una gestió activa del deute per tal de poder garantir l'assoliment d'unes fites d'endeutament més sostenibles en el temps, que el fons i la Llei de sostenibilitat de les finances públiques per a l'Administració central fixen en el 40% del PIB. L'element més controvertit és l'evidència que una major austeritat en la despesa no durà necessàriament a la viabilitat de l'endeutament a mitjà i llarg termini. El principal motiu són els dèficits existents en aquelles inversions que afavoreixen la productivitat i un creixement més sostenible. És a dir, el principal repte de futur vinculat a l'equilibri en les finances públiques a Andorra no està relacionat tant amb el nivell de despesa pública com amb la seva composició. Un impuls inversor és necessari tant per reforçar la reactivació econòmica com per contribuir a un major potencial de creixement a mitjà termini. Assolir aquesta fita exigeix, tal i com indica el Fons Monetari Internacional en el seu informe recent sobre l'economia andorrana, garantir la seva compatibilitat amb un nivell d'endeutament que sigui de gestió assumible i en el marc d'un escenari de política fiscal definit a mitjà termini<sup>27</sup>.

De fet, la transcendència de l'efecte multiplicador de la inversió pública en el creixement econòmic s'ha posat recentment de manifest, essencialment a partir del treball de Blanchard i Leigh (2013)<sup>28</sup>, i de les conseqüències observables de l'austeritat indiscriminada en la resolució de la crisi financera a Europa. Els processos d'austeritat fiscal sustentats en la contenció de la despesa pública en inversions acaben tenint un efecte molt més depressiu en l'evolució de l'activitat econòmica de l'inicialment esperat.

(26) Informació obtinguda a partir de la nota de premsa del govern andorrà. Accessible des de l'adreça: <https://www.estadistica.ad/portal/apps/sites/#/estadistica-ca/pages/publicacio?Idioma=ca&Id=29539&IdCat=4>

(27) Veure les indicacions del FMI a: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/04/07/principality-of-andorra-staff-concluding-statement-of-the-2022-article-iv-mission>

(28) Olivier Blanchard & Daniel Leigh (2013). *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*. IMF Working Paper, 13/1.

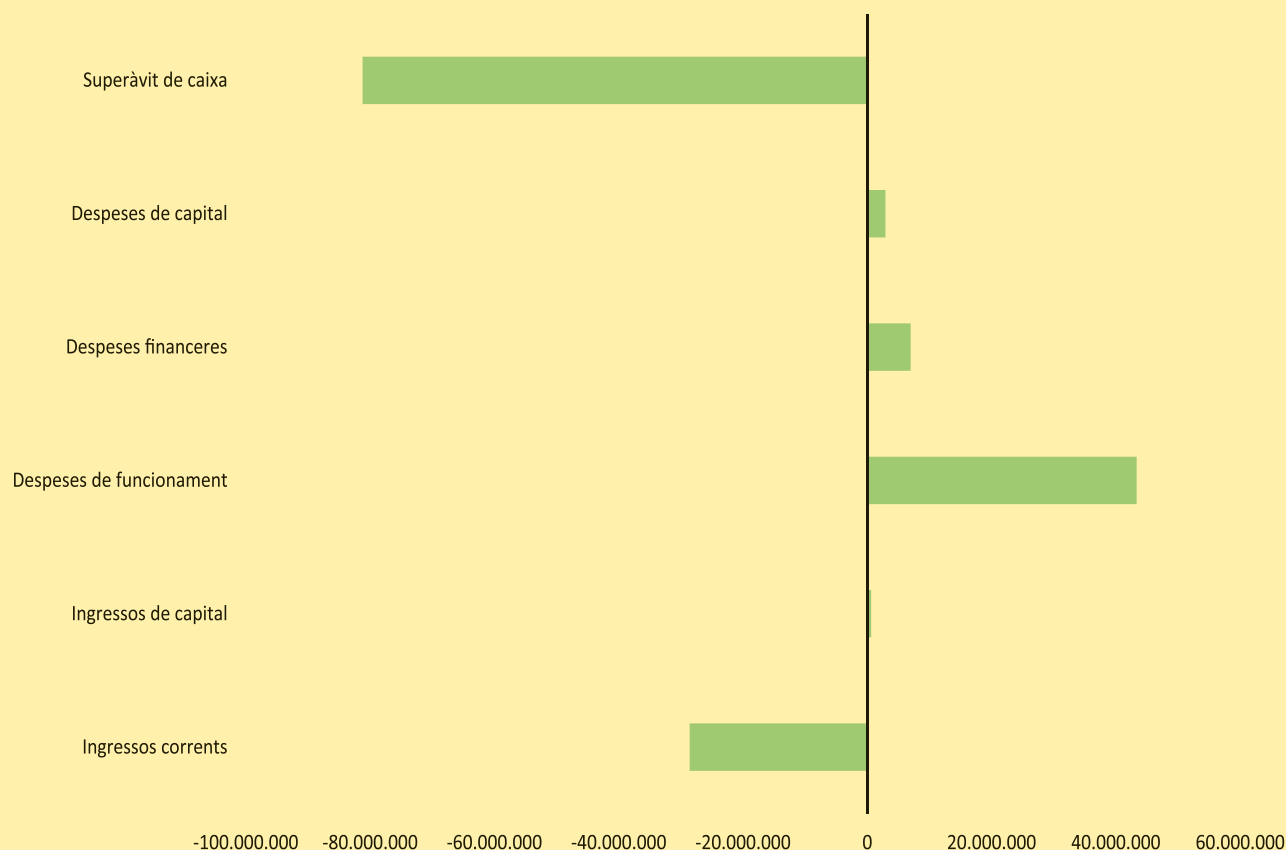
	2017	2018	Estimate		Projections					
			2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>NATIONAL ACCOUNTS AND PRICES</b>										
(annual change, percent, unless otherwise indicated)										
Real GDP	0.3	1.6	2.0	-11.8	5.8	4.1	3.6	2.8	1.5	1.5
Nominal GDP	1.5	2.6	3.4	-11.9	6.5	5.3	5.0	4.6	3.2	3.2
GDP deflator	1.1	1.0	1.4	-0.1	0.6	1.1	1.4	1.7	1.7	1.7
(contribution to nominal GDP growth, percentage points)										
Consumption	...	3.4	2.5	-3.5	4.5	3.5	3.2	3.0	1.9	1.9
Private	...	1.8	1.6	-5.7	3.4	2.8	2.7	2.6	1.5	1.5
Public	...	1.6	1.0	2.2	1.2	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
Investment	...	2.3	1.8	-3.9	0.2	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Private 1/	...	1.8	1.6	-2.5	-0.8	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
Public	...	0.5	0.2	-1.4	1.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Net exports of goods and services	...	-3.0	-1.0	-4.5	1.7	1.3	1.3	1.1	0.9	0.9
Exports	...	0.8	1.1	-6.8	4.5	4.0	3.7	3.1	2.3	2.3
Imports	...	3.8	2.0	-2.3	2.8	2.7	2.3	2.0	1.4	1.4
Prices										
Inflation (percent, period average)	2.6	1.3	0.7	0.3	0.5	0.9	1.3	1.6	1.7	1.7
Inflation (percent, end of period)	2.4	0.8	1.0	-0.2	0.6	1.1	1.3	1.6	1.7	1.7
Unemployment rate (percent)	1.7	1.5	1.8	2.9	3.0	2.4	2.0	1.8	1.7	1.7
<b>EXTERNAL SECTOR</b>										
(percent of GDP, unless otherwise indicated)										
Current account	...	...	18.0	14.2	15.5	16.4	17.3	18.0	18.5	19.1
Balance of goods and services	14.2	10.9	9.6	5.8	7.1	8.0	8.9	9.6	10.1	10.7
Exports of goods and services	76.6	75.4	74.0	76.3	75.9	75.9	75.8	75.5	75.4	75.2
Imports of goods and services	62.4	64.6	64.4	70.5	68.8	68.0	67.0	65.9	65.2	64.6
Primary income, net	...	...	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
Secondary income, net	...	...	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
Capital account	...	...	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Financial account	...	...	18.1	14.2	15.5	16.4	17.3	18.0	18.5	19.1
Errors and omissions	...	...	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross international reserves (millions of euros)	...	...	0.0	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6
<b>FISCAL SECTOR</b>										
(percent of GDP, unless otherwise indicated)										
General Government 2/										
Revenue	38.0	38.5	38.0	41.1	38.4	38.6	38.7	38.8	39.0	39.1
Expenditure	34.6	35.7	35.6	44.0	40.8	38.0	36.7	36.1	35.9	35.6
Interest	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Primary balance	4.0	3.4	2.9	-2.3	-1.7	1.2	2.6	3.3	3.8	4.1
Net lending/borrowing (overall Balance)	3.3	2.8	2.4	-2.9	-2.3	0.6	2.0	2.7	3.2	3.5
Public debt	37.8	36.3	35.4	51.5	56.7	51.9	43.0	41.0	39.5	38.1
Central Government 3/										
Revenue	19.6	19.6	19.5	20.6	18.8	19.2	19.3	19.4	19.5	19.6
Expenditure	19.3	19.7	19.3	24.9	22.1	20.5	19.4	18.9	18.7	18.5
Interest	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
Primary balance	0.8	0.4	0.6	-3.8	-2.8	-0.9	0.3	1.0	1.3	1.5
Net lending/borrowing (overall balance)	0.3	-0.1	0.2	-4.3	-3.3	-1.4	-0.1	0.5	0.9	1.1
Public debt	34.3	33.2	32.7	48.4	53.8	49.1	40.4	38.4	37.1	35.7

Font: Fons Monetari Internacional

Una bona mostra d'això ens l'ofereix la comparació entre els determinants de l'equilibri pressupostari del govern andorrà en la situació immediatament prèvia i posterior a la pandèmia. L'escalada de deute associada al dèficit generat ve determinada per l'augment de despesa corrent i la davallada d'ingressos, de manera que les majors necessitats financeres van estrictament associades a la necessitat d'atendre i finançar el creixement explosiu de les despeses ordinàries de funcionament (incloses les transferències) no pas a un major impuls inversor que reforci la resiliència i productivitat del teixit econòmic.

És per aquest motiu que les invocacions fetes per a una major disciplina fiscal necessàriament topen amb la realitat del greu dèficit existent en la generació de capital públic a l'economia andorrana. Les necessitats d'inversió, particularment en un context de recuperació econòmica posterior a la pandèmia, són apressants com també ho és atendre les necessitats d'una societat envellida i amb nivells de dependència creixents.

Andorra: Evolució ingressos i despeses del Govern  
(2019-2021)



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Finances

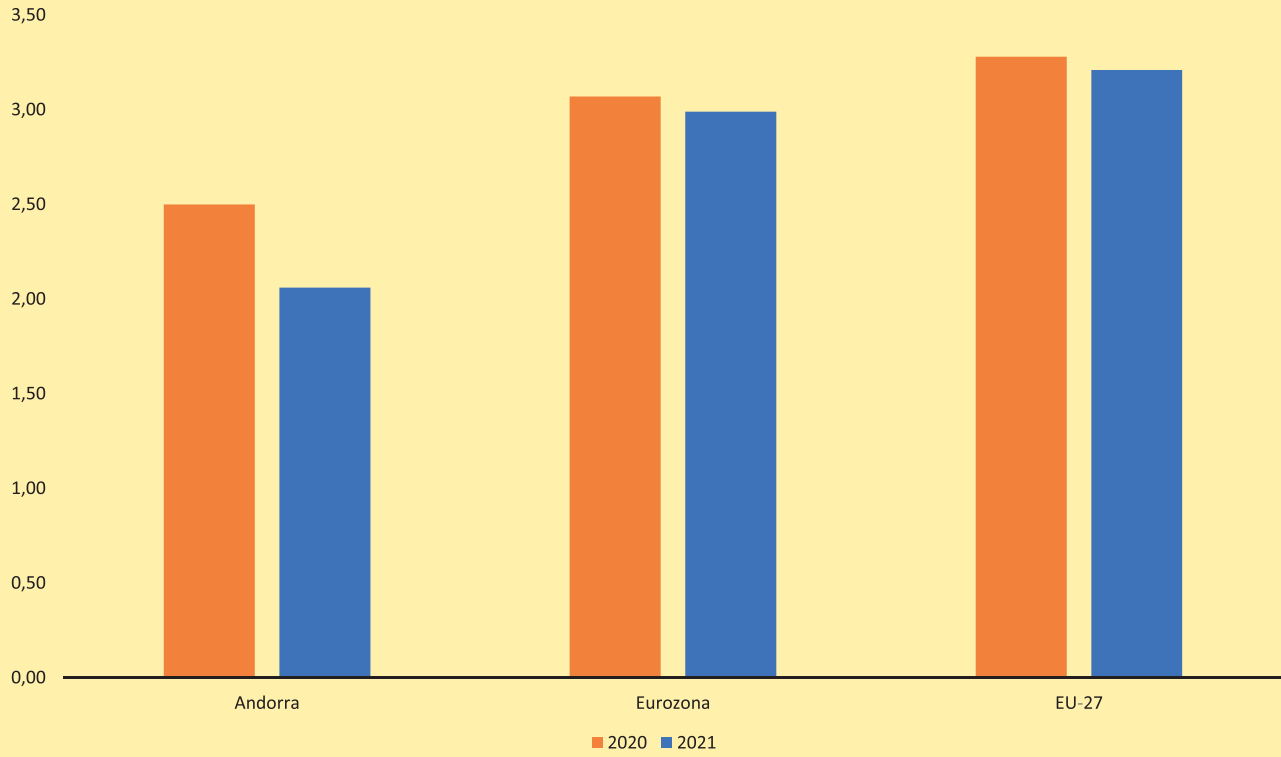
L'informe de Michelle Tejada<sup>29</sup>, de juny de 2021, ja posava de manifest la necessitat que el govern andorrà seguís la pauta marcada per la Unió Europea, en el camí de la recuperació post-pandèmia, cap a una economia més resilient, digitalitzada i energèticament sostenible. Els propers anys apuntarien, doncs, cap a la necessitat de revertir la tendència decreixent dels darrers anys i accelerar les inversions previstes, promovent la modernització, diversificació i desestacionalització del sistema productiu i els efectes multiplicadors que se'n deriven. Una mostra evident del dèficit de capital públic al Principat és la seva comparació amb les economies de l'Eurozona. Les estimacions fetes mostren un dèficit en la provisió de capital, la qual hauria de situar-se a nivells que aproximadament dupliquessin els actuals.

El context favorable dels darrers anys, amb un cost de finançament del deute a nivells continguts, hauria d'haver afavorit un major impuls inversor. No ha estat el cas. La millora del saldo presupostari observada des de 2012, un cop superats els principals efectes de la crisi financera, i fins

(29) Michelle Tejada (2021). *Public investment to catalyze Andorra's recovery*, inclòs a *Principality of Andorra. Selected issues*. IMF Country Report 21/108. Informació accessible des de: <https://www.imf.org/en/>

Publications/CR/Issues/2021/06/09/Principality-of-Andorra-Selected-Issues-50203

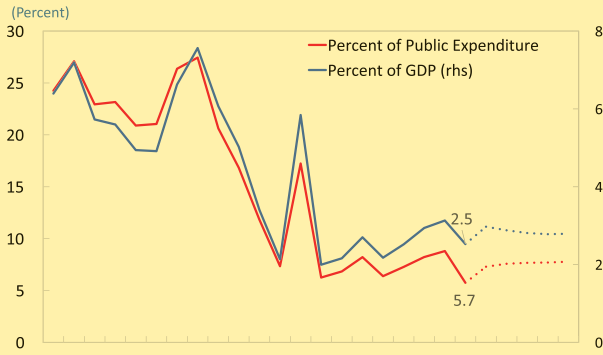
### Inversió Pública (% PIB, 2021)



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Finances

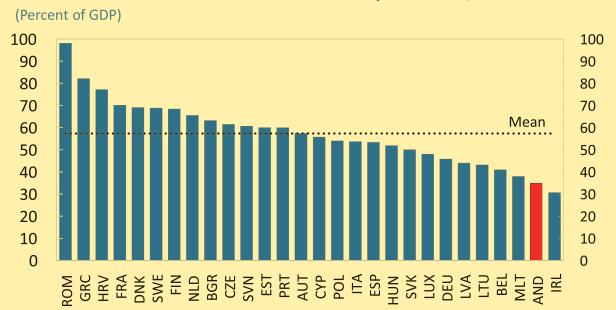
### Figure 1. Stylized Facts on Public Investment

#### Andorra: Public Investment Trend, 2000 -25



Sources: Andorran authorities and IMF staff calculations.

#### EU and Andorra: General Government Capital Stock, 2017



Sources: IMF's Investment and Capital Stock Dataset, Andorran authorities, and IMF staff calculations.

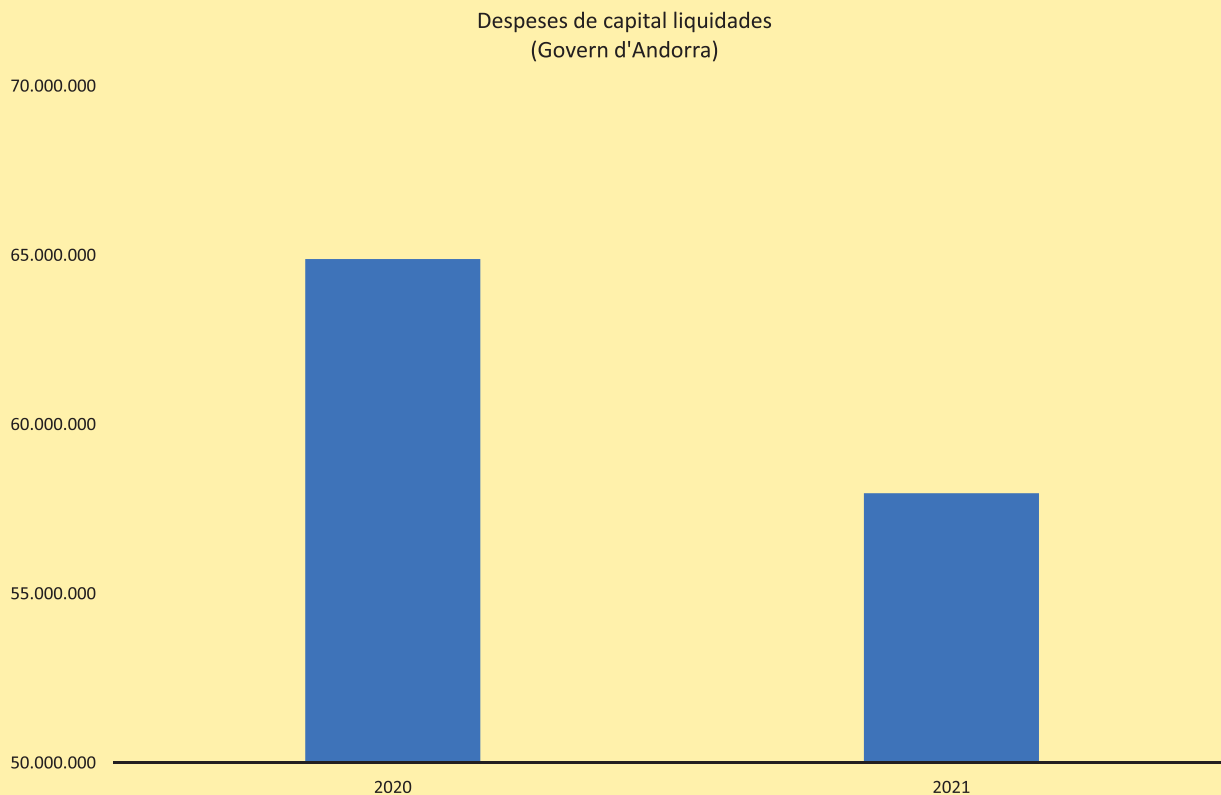
Note: Due to data availability, Andorra's capital stock is of central government. However, the capital stock of local government is presumed to be low.

(29) Michelle Tejada (2021).

a l'esclat de la pandèmia hauria tingut en l'ajust a la baixa del dinamisme inversor un dels seus principals protagonistes. En la situació actual, i amb evidents vents de canvi en les condicions financeres, la necessitat d'impuls inversor es fa més peremptòria.

Certament, l'arribada de la Covid va obligar a modificar substancialment les prioritats de l'acció pública, amb reassignacions importants de despesa i la interrupció o retard de molts projectes d'inversió i l'ajust a la baixa en les transferències de capital previstes. La tendència a la baixa del ritme inversor s'agreuja en verificar-se el procés de descens en la liquidació de despeses de capital del Govern d'Andorra l'any 2021, amb una davallada del 10,7% en les obligacions reconegudes corresponents a l'exercici.

Una bona mostra d'això ens l'ofereix la liquidació de l'exercici 2021. El capítol d'inversions reals només va representar el 5,25% del pressupost liquidat de despeses no financeres, l'equivalent a només el 0,9% del PIB de l'exercici. Si hi afegim les transferències de capital, orientades al finançament d'inversions alienes a l'impuls inversor de l'administració andorrana, s'arriba al 2,06% del PIB. L'execució de les inversions deixa entreveure també mancances, en la mesura que només s'executà el 60,5% del pressupost disponible, inclosos els romanents de crèdits transferits d'exercicis anteriors en forma de compromisos reconduïts. Significativament és en els àmbits funcionals de la producció de béns públics de caràcter econòmic i de la regulació econòmica on es detecten més desviacions entre els crèdits aprovats i les obligacions reconegudes. El dèficit és més acusat en l'apartat de les inversions en infraestructures bàsiques i transport, que només va representar el 3,9% del pressupost executat de despeses.



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Ministeri de Finances

Com a necessitats prioritàries de futur, posposades per l'esclat de la pandèmia, hi trobaríem la necessitat de desestacionalització de les activitats turístiques, una major connectivitat amb els mercats internacionals, la transformació digital del teixit productiu i l'adaptació al canvi climàtic. El gap existent d'un punt de PIB en relació amb els principals socis comercials representaria augmentar aproximadament en 25 milions d'euros anuals el ritme d'execució de les inversions, és a dir, un impuls inversor addicional cada any equivalent a l'1% del PIB. Una fita ineludible que condiciona l'escenari de sostenibilitat del deute públic per la via de l'obtenció de superàvits primaris i que exigeix, en canvi, compromisos d'inversió que cerquin la màxima rendibilitat econòmica i social per garantir un creixement sostenible en el temps que permeti més que compensar l'alça previsible en el finançament futur del deute públic.

Per tal que aquest necessari estímul fiscal no condicioni la sostenibilitat de l'endeutament públic existent, és essencial que fomenti la millora de la productivitat i l'ocupació. Es tracta d'un requisit indispensable per beneficiar-se dels efectes multiplicadors de la inversió pública en el creixement econòmic i alhora incrementar la recaptació fiscal. Aquest escenari afavoriria també una major confiança en els mercats financers. Són precisament el dèficit de capital existent i els majors efectes multiplicadors els que aconsellarien, si es vol apuntalar el procés de reactivació econòmica, optar per la inversió pública més que no pas per la reducció d'impostos o les majors subvencions corrents. Seria l'opció més favorable per situar el deute públic a mitjà termini per sota de l'escenari de sostre establert en el 40% del PIB. Tal i com un informe recent d'Olivier Blanchard apunta<sup>30</sup>, els costos de l'endeutament en termes de benestar social i equilibri fiscal són limitats, sempre i quan serveixi per finançar inversions que tenen una rendibilitat social elevada<sup>31</sup> i s'aconsegueixi mantenir els costos de finançament del deute per sota del ritme d'activitat econòmica. Un informe sobre l'impacte de la inversió pública, recentment publicat pel Banc d'Espanya (2022)<sup>32</sup>, mostra que l'experiència espanyola posa de manifest que els increments en la inversió pública tenen, a curt termini, un efecte tractor de magnitud similar en la inversió privada. Els temors a un efecte expulsió (*crowding out*) en una economia més capitalitzada que l'andorrana s'esvaeixen perquè, tal i com indica Stephanie Kelton, no hi ha unes existències limitades d'estalvi que facin que el finançament del dèficit necessàriament limiti les iniciatives del sector privat<sup>33</sup>.

Complementàriament, la fita d'assoliment d'un deute més sostenible per la via de la major disciplina fiscal també requeriria una racionalització de la despesa corrent, una prioritització dels esforços en les partides generadores de més rendibilitat econòmica i social i la continuïtat del procés de revisió i modernització del sistema fiscal, no pas la contenció de l'activitat inversora al Principat. Un repte associat a les prioritats de les polítiques públiques i a la composició del pressupost de despesa més que no pas a l'observació de superàvits primaris.

Des d'aquesta perspectiva, i a efectes d'inferir un major control sobre l'evolució de l'endeutament públic, caldria també reforçar els mecanismes de seguiment del límit legal de deute determinat en el 200% de la mitjana dels ingressos generats en els darrers tres anys i que garanteix la sostenibilitat financera i d'estabilitat pressupostària i fiscal dels comuns andorrans. Els pressupostos de les entitats locals no són els responsables principals de l'augment del deute públic al Principat però, per la seva estructura de finançament i despesa, també han patit els efectes de la davallada econòmica induïda per la pandèmia.

---

(30) Olivier Blanchard (2019). *Public Debt and Low Interest Rates*. American Economic Review, vol 109 (4): 1197-1229.

(31) Quan l'estoc de capital públic existent és reduït, com és el cas d'Andorra, cal esperar que la productivitat marginal de les noves inversions serà més elevada que en altres economies.

(32) Mario Alloza, Danilo Leiva-León i Alberto Urtasun (2022). *La respuesta de la inversión privada a un incremento de la inversión pública*. Artículos Analíticos 2/2022. Banco de España.

(33) Stephanie Kelton (2022). *El mito del déficit. La teoría monetaria moderna y el nacimiento de la economía de la gente*. Penguin Rancorn House.

Caldria advertir i tenir molt present que un menor control sobre l'execució pressupostària i sobre l'endeutament de les societats participades pels comuns podria acabar derivant en la necessitat d'una major aportació de finançament des del pressupost del Govern. Si bé els nous criteris inclosos a la llei de finances comunals han permès mitigar sensiblement la importància del deute participat en el còmput del deute comunal, el seguiment de l'evolució econòmica d'aquestes societats continua sent indispensable, per tal d'evitar en el futur requeriments de nou finançament públic en un entorn financer que, de ben segur, seria menys favorable.

Un altre factor que pot influir també en l'esdevenidor del pressupost públic està relacionat amb el desenvolupament de l'estat del benestar a Andorra i, en particular, amb l'atenció a una població en procés d'envelliment. L'observació de l'evolució a l'alça en el nombre de pensionistes i la pensió mitjana posa de manifest la pressió creixent sobre el pressupost de la Caixa Andorrana de Seguretat Social (CASS), responsable principal de la gestió administrativa, financera i tècnica del sistema de provisió social al Principat i sobre els gestors del fons de reserva de jubilació, en un context de creixent inestabilitat financera.

	Desembre 2017	Abril 2022	% Variació
Pensions Jubilació	10.623,00	13.630,00	28,31%
Pensió Mitjana	588,15	677,37	15,17%

Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de la CASS

La necessitat de reforma és ineludible per garantir la viabilitat futura del sistema. Els estudis actuals més solvents indiquen que a partir de l'any 2024 el règim de prestacions de jubilació finançat amb cotitzacions es podria trobar en situació d'insuficiència de recursos, el que obligaria a una major (i creixent) aportació directa des del pressupost de l'Estat andorrà amb l'impacte conseqüent sobre les necessitats de finançament del conjunt de l'administració pública.

M€

Any	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Prestacions	116	132	145	159	175	191	209	228	249	270	293	317	342	366	391	417	445	474	502
Cotitzacions	142	148	150	151	153	155	156	158	159	161	162	164	165	166	168	170	171	173	175
Saldo tècnic	+26	+16	+5	-7	-22	-36	-53	-70	-89	-109	-130	-153	-177	-200	-223	-247	-274	-301	-327

Font: CASS

Un escenari demogràfic desfavorable i un factor de conversió desfasat són els principals motius que explicarien aquest deteriorament de l'escenari financer que duria en un període aproximat de quinze anys a l'esgotament de les reserves existents. La reforma hauria de sustentat-se sobre la base d'una major correspondència entre cotitzacions i prestacions, l'adaptació de l'edat legal de jubilació als canvis en l'esperança de vida de la població, l'homogeneïtzació de les bases de cotització i la progressiva substitució del sistema actual de punts. El propi Fons Monetari Internacional va fer incís, en el seu informe de juny de 2021, en la necessitat de la reforma per a garantir la sostenibilitat del fons de pensions a llarg termini, un aspecte rellevant en la mesura que l'equilibri del sistema de pensions públiques no està inclòs en els límits legalment establerts per garantir la disciplina fiscal i el nivell d'endeutament<sup>34</sup>.

---

(34) Informe accessible des de l'adreça següent: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/06/09/Principality-of-Andorra-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-50202>

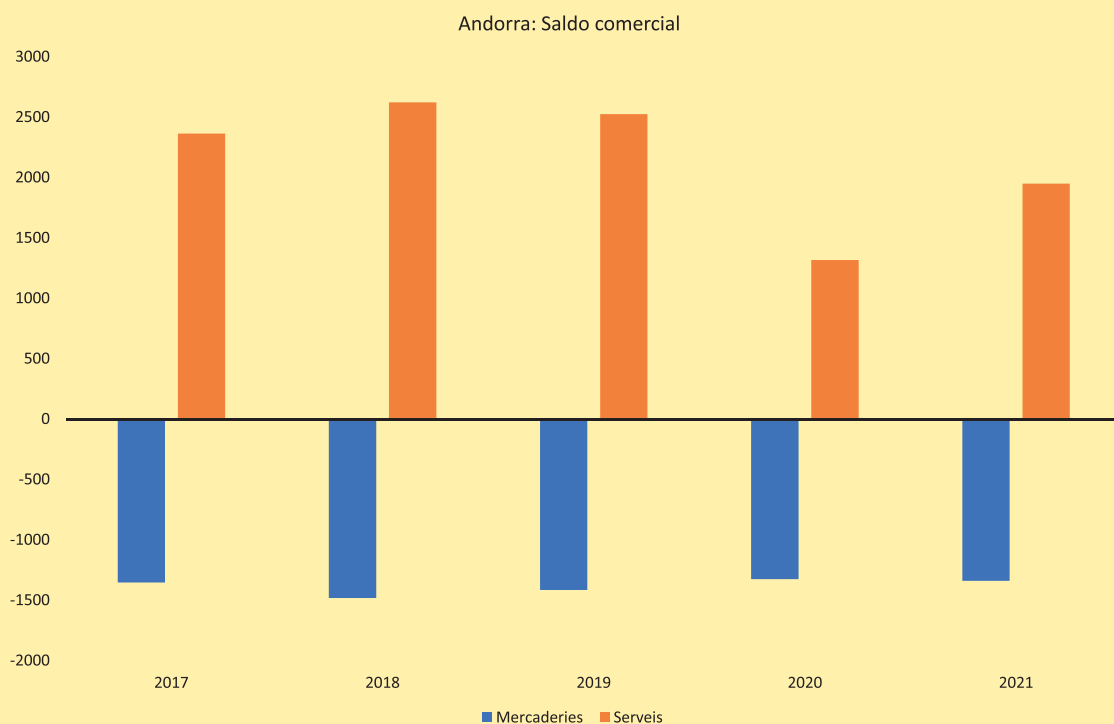


#### IV. VULNERABILITATS I GESTIÓ DE RISCOS

L'estructura productiva existent, l'elevada dependència econòmica dels mercats exteriors, les particularitats del sistema monetari i financer andorrà i la seva credibilitat davant els mercats financers són altres elements que poden també incidir en l'evolució i sostenibilitat de les finances i l'endeutament públic.

L'economia andorrana presenta un grau d'obertura exterior molt elevat, indicatiu tant de la reduïda dimensió del mercat intern com de la seva forta dependència dels mercats internacionals. Un dels principals riscos de l'activitat econòmica a Andorra és la seva escassa diversificació productiva. Només tres activitats econòmiques, el turisme, la distribució comercial i els serveis financers, representen més de tres quartes parts de la producció interior<sup>35</sup>. Aquestes activitats es projecten essencialment cap al sector exterior, com queda reflectit en l'estructura i evolució de la balança per compte corrent. Precisament, l'elaboració d'uns comptes que registrin de forma fidedigna les transaccions de l'economia andorrana amb l'exterior ha estat un dels requisits imposats al govern andorrà per part del Fons Monetari Internacional. L'equip tècnic d'aquesta institució ha col·laborat per a l'elaboració de la primera aproximació a la balança de pagaments, que és la font que s'utilitza per aquest informe<sup>36</sup>.

Com es pot comprovar, el superàvit en el comerç de serveis és un factor crític per a l'assoliment d'una posició de capacitat de finançament, vist el persistent dèficit existent en el comerç de mercaderies, principalment causat per les importacions de productes amb demanda poc elàstica, com l'energia o els aliments, o bé que són molt sensibles a la conjuntura econòmica, com els béns de capital.



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Fons Monetari Internacional

(35) Consultar el Informe Econòmic de la Cambra de Comerç d'Andorra: <https://www.ccis.ad/docs/ie2020/catalan/html/index.html>

(36) En particular, es segueix el treball efectuat per Joji Ishikawa, Ana

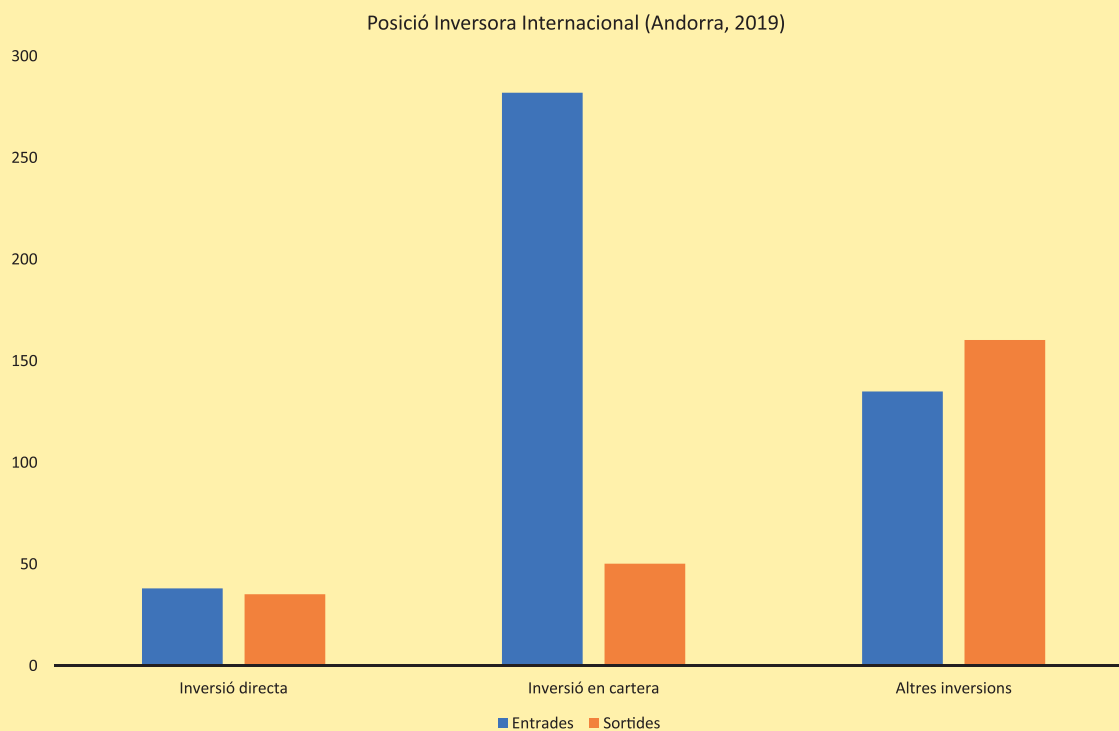
Lariau, i Jenny Lee (2021), publicat com a *Current account balance and external competitiveness, inclòs a a Principality of Andorra. Selected issues*. IMF Country Report 21/108

El coixí que proporciona aquest superàvit exterior és un gran facilitador per a què l'economia andorrana limiti les seves necessitats de finançament exterior, però no esvaeix del tot la vulnerabilitat derivada de l'especialització excessiva. Els informes econòmics elaborats pels equips tècnics del Fons Monetari Internacional abans de la pandèmia aporten informació significativa en aquest sentit. Com a dada significativa, cal indicar que el valor de les exportacions de serveis turístics representaven prop del 60% del PIB andorrà.

Una aproximació més acurada per mesurar el grau de dependència de l'endeutament extern ens la dona el càlcul de la posició inversora internacional neta (*net international investment position*, NIIP). Aquest indicador ens permet comparar les inversions que una economia realitza en l'exterior amb les que rep de l'exterior, siguin tant directes com de caràcter financer. D'aquesta manera, el seu saldo ens indica la posició de la balança financera, és a dir l'evolució del deute extern net, calculat com actius menys passius i referit tant a deute sobirà com a endeutament de famílies i empreses.

La construcció dels components de la balança de pagaments andorrana presenta encara alguns dèficits d'informació importants, malgrat la col·laboració i els esforços recents del Fons Monetari Internacional per fer estimacions i projeccions de cadascun dels seus diferents components. En el cas de la NIIP, la primera estimació feta només inclou el sistema financer però, donada la seva dimensió i importància, pot servir de referent general per al conjunt de l'economia.

L'estimació ens mostra una posició neta favorable l'any 2019, que reforça el saldo positiu de la balança per compte corrent i allunya els temors d'una forta dependència de l'endeutament exterior. La magnitud favorable d'ambdós indicadors ens indica que és molt improbable que a curt termini Andorra hagi d'afrontar un problema greu d'equilibri exterior. La utilització de l'euro com a moneda oficial i la creixent integració a l'Eurozona dels serveis comercials i financers evita els riscos de volatilitat en el tipus de canvi davant els socis comercials i atorga un plus de confiança i credibilitat als mercats financers.



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Fons Monetari Internacional

Però aquesta posició favorable no fa pas immune el Principat a l'efecte de perturbacions externes, sobretot si aquestes generen problemes de liquiditat o una fugida de capitals en el sector financer o bé són el resultat d'un comportament desfavorable dels mercats exteriors.

Una anàlisi més detallada de la composició de la NIIP ens posa de manifest que el saldo favorable és estrictament la conseqüència del gran flux de dipòsits i inversions financeres procedents de l'exterior, que adverteix del risc implícit que representaria per al Principat un augment de les retirades de dipòsits per part de no residents. De fet, més de la meitat del total dels passius mantinguts per Andorra es concentrava en dipòsits que els bancs del país han rebut per part de no residents.

Un altre element de risc considerable és, en una economia euroritzada, l'absència de banc central en el país i, per tant, d'una institució que exerceixi les funcions de prestador de darrera instància. Confiar que l'FMI, en cas de necessitat, pogués assumir aquest rol és il·lusori ja que la seva intervenció necessàriament seria en format de rescat creditici i amb unes condicions i compromisos d'austeritat sobre la gestió de la política econòmica interna, per protegir els interessos creditors, no sempre compatible amb l'estabilitat financer interna.

En aquest cas, es fa indispensable la generació d'un estoc abundant de reserves internacionals en monedes convertibles, per tal de satisfer tant les necessitats de finançament vinculades als intercanvis amb l'exterior i la intervenció al mercat de divises com també de satisfer les necessitats de liquiditat existents. A més, en el cas d'Andorra exercirien també la funció d'amortidor dels riscos associats a un sector bancari de gran dimensió, amb uns actius totals (16.600 milions d'euros l'any 2021) que superen el 500% del PIB, i amb una presència altament significativa de passius per part d'inversors no residents. Si bé el grau actual de capitalització del sistema bancari és adequat, la presència d'actius de baixa qualitat en forma de préstecs dubtosos també és important (gairebé el 10% a finals de 2020) i presenta un grau de concentració elevat, en forma d'un nombre reduït de clients i la presència de prestataris estretament vinculats a les institucions financeres<sup>37</sup>. En l'actualitat doncs, el coixí de seguretat financer enfront de la presència de riscos implícits és molt limitat i essencialment es restringeix a les participacions al tram de reserva i les tinences de Drets Especials de Gir a l'FMI, que representen aproximadament el 2% del PIB.

En el cas d'absència d'autoritat monetària, la gestió d'actius de reserva li pertoca directament al govern central o bé, de manera delegada, controlada i fortament restringida, la banca comercial també podria fer funcions d'agència a càrrec del Govern. Es tractaria que l'administració pública andorrana anés construint progressivament un estoc de reserva dipositant actius financers, nominats en divises convertibles, en entitats financeres no residents en territori andorrà o invertint en actius financers emesos per altres economies, el que exigeix una gestió activa de riscos.

---

(37) El que es coneix com a *parts vinculades*.

Però el Fons Monetari Internacional estima<sup>38</sup> que les necessitats de liquiditat de l'administració pública exigiria anar més enllà amb un esforç addicional de cobertura equivalent al 10% del PIB, un gap que es podria fer més gran en cas d'inestabilitat al sistema financer. D'on surt aquesta necessitat addicional de més de 270 milions d'euros? Es tractaria del nivell que l'organisme considera que permetria situar les reserves a nivells similars o lleugerament superiors al de les economies de l'Eurozona o que utilitzen l'euro com a moneda pròpia. Actualment, els passius en dipòsits i moneda estrangera en mans de la banca comercial andorrana superen àmpliament el 130% del PIB, el que ens posa de manifest un dels factors importants de risc existent. Però també ho és la necessitat de mantenir estalvis fiscals addicionals per moderar la intensitat de les fluctuacions que es poden produir en el pressupost d'una economia poc diversificada i altament dependent dels mercats internacionals i amb una presència molt limitada als mercats financers internacionals. Tot i que, en el passat recent, el sector turístic ha demostrat la seva resiliència i una ràpida capacitat de recuperació després dels episodis de crisi, la incertesa sobre la durada dels efectes de la pandèmia i l'impacte de l'augment de la inflació en la capacitat de compra dels mercats de destinació genera incertesa envers la intensitat del procés de recuperació econòmica i convida a dissenyar mecanismes de prevenció addicionals als previstos.

Com succeeix en altres economies europees, un risc addicional té a veure amb la concessió d'aval públics per a préstecs bancaris al sector productiu, que representa en el cas d'Andorra un valor aproximat del 9% del PIB. Si una part considerable d'aquests avals concedits s'executen, les xifres de deute públic i els costos de refinançament es veurien incrementats.

El risc s'agreuja perquè, ja abans de la pandèmia, el sistema bancari andorrà presentava un nivell de préstecs de baixa qualitat i dubtós cobrament molt superior a les economies del seu entorn. En la mesura que la crisi sanitària ha tingut conseqüències severes en la viabilitat de molts negocis i la capacitat econòmica, cal esperar que el pes dels actius dubtosos augmenti, impactant en la rendibilitat i les necessitats de capital del sector financer. Estimacions dels equips tècnics del Fons Monetari Internacional apuntaven que podrien situar-se a nivells superiors al 9% dels crèdits concertats.

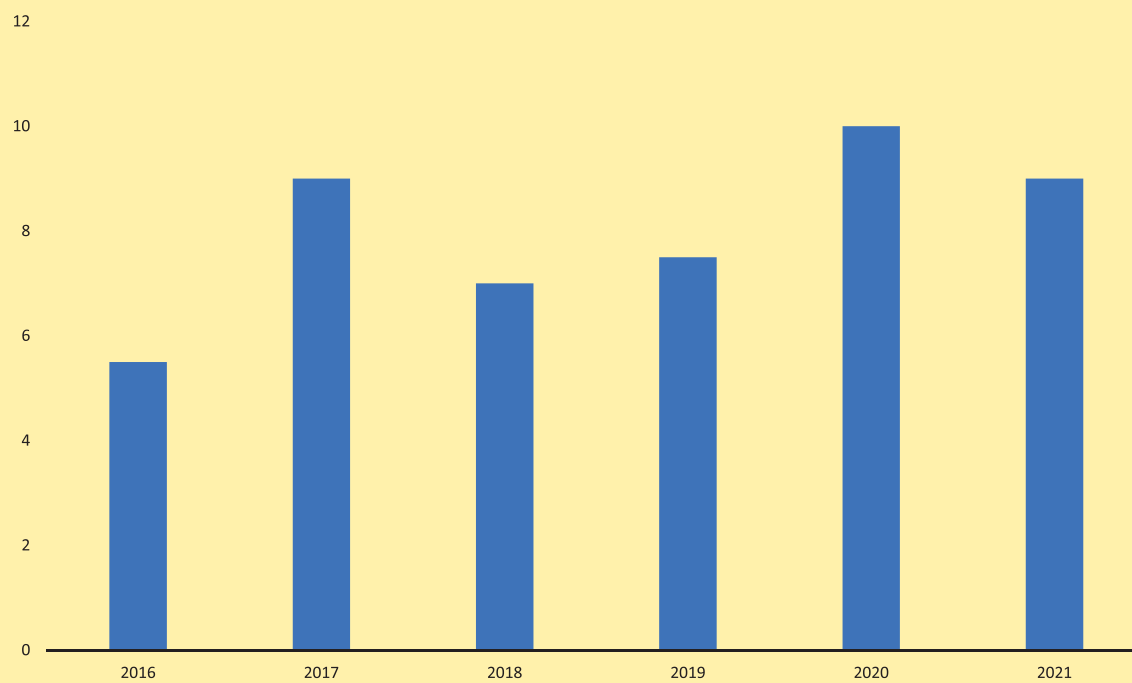
A fi de reduir l'exposició del país als riscos de liquiditat es fa indispensable, doncs, la construcció gradual d'un estoc d'actius de reserva per part del govern andorrà, bé realitzant aportacions com actius de reserva en institucions financeres situades a l'estranger, bé estalviant els superàvits fiscals que es generin en un futur proper o bé emetent deute i dipositar-la com actius de reserva internacionals, a canvi de pagar-ne els interessos corresponents. En aquest sentit, la decisió de destinar a reserves internacionals 100 milions d'euros del deute emès l'any 2021 ha de ser valorada favorablement, en reforçar el coixí financer disponible, com també l'aprovació recent del Reglament de creació i gestió de les reserves internacionals del Principat, que determina els mecanismes de transferència i de fons en institucions internacionals, de la seva inversió en actius financers d'elevada qualitat i de la seva gestió a partir d'una comissió tècnica creada amb aquesta finalitat. Però el camí per recórrer encara és llarg i incert.

---

(38) Veure l'esmentat estudi Joji Ishikawa, Ana Lariau, i Jenny Lee (2021). Informació accessible des de: <https://www.imf.org/en/Publications>

CR/Issues/2021/06/09/Principality-of-Andorra-Selected-Issues-50203

Sector bancari andorrà: Estimació crèdits dubtosos  
(% dels crèdits concedits)



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades del Fons Monetari Internacional

## V. CONCLUSIONS

L'economia andorrana va patir durament l'impacte de la pandèmia, amb una recessió profunda i superior a les economies de l'entorn proper, però també ha mostrat una capacitat de recuperació significativa. Una de les conseqüències inevitables de la gestió de la crisi sanitària fou la generació de dèficit en la liquidació pressupostària de l'Administració General del Principat i, en conseqüència, una ràpida acceleració de l'endeutament públic que ha assolit registres històrics, en termes de PIB i de càrrega per habitant, trencant una trajectòria dilatada d'equilibri en els comptes públics.

Aquest fet és comú a les principals economies del món i es correspon amb l'impuls fiscal necessari per mitigar l'impacte de la pandèmia en les famílies i el teixit productiu. En aquest punt, es fa necessari reflexionar sobre la capacitat de sostenibilitat del deute per part d'una economia de renda mitjana però dimensió petita i una elevada dependència exterior.

Les mesures adoptades pel Govern andorrà estan estretament relacionades amb les directrius i l'estratègia d'actuació determinada pel Fons Monetari Internacional, institució a la que Andorra s'adherí el mes d'octubre de 2020. Aquestes iniciatives han permès obrir la participació del Principat en els mercats financers internacionals, assolir una valoració moderadament favorable per part de les principals agències de ràting, fer noves emissions de bons amb un període de maduració més llarg del deute, començar a constituir un fons de reserves internacionals i, en general, afavorir una major credibilitat als mercats financers.

Però, més enllà del necessari retorn als límits legals establerts en la llei de sostenibilitat de les finances públiques i d'estabilitat pressupostària i fiscal, el canvi en l'escenari econòmic internacional exigeix una gestió molt acurada de l'endeutament en el futur proper.

L'impacte de la guerra d'Ucraïna als mercats d'energia i aliments i els problemes de subministrament, ja prèviament existents, de moltes primeres matèries i components han generat una espiral inflacionista de difícil solució a curt termini i progressivament endurit les condicions financeres a les principals economies del món. L'època del finançament del deute a baix cost està arribant a la seva fi, els organismes internacionals revisen a la baixa les previsions sobre l'evolució de l'economia europea i les administracions afrontaran una major concurrència i competència en l'accés als recursos financers.

Aquest context menys favorable posa en relleu algunes de les vulnerabilitats de l'economia andorrana, que haurien de ser degudament ateses, particularment quan afecten la capacitat de creixement a curt termini o les necessitats de liquiditat del conjunt de l'economia i, en particular, del seu sistema financer. La sostenibilitat del deute andorrà pot ser assolida mitjançant l'execució d'una fèrria disciplina fiscal, un cop superats els efectes de la pandèmia o bé a través de l'assoliment d'un major potencial de creixement a curt termini.

L'escassa dotació de capital públic, la limitada diversificació productiva i les necessitats de transformació digital i energètica del teixit productiu conviden a afrontar decididament aquests reptes durant els anys propers mitjançant un impuls de la inversió pública que exerceixi un efecte multiplicador sobre la inversió privada i l'activitat productiva i que vingui acompanyat alhora per una racionalització de la despesa corrent, la priorització dels esforços en les partides generadores de més rendibilitat econòmica i social i de la continuïtat del procés de revisió i modernització del sistema fiscal. En les circumstàncies actuals, res no semblaria més perjudicial per a la sostenibilitat del deute que l'aplicació d'una política d'austeritat obsessiva i indiscriminada en el pressupost de despeses de l'administració. Andorra semblaria requerir d'un creixement que només pot ser més sostingut si es sustenta en una major capitalització de l'economia.

L'evolució futura del deute també està condicionada a millorar la resiliència del sistema financer al Principat. D'una banda, amb la necessitat urgent de generació de reserves internacionals que permetin afrontar les vulnerabilitats derivades de la manca de prestador de darrera instància, les

incerteses causades per l'impacte de la retirada de les mesures de suport al sistema productiu i els riscos associats al sistema bancari. És aquest darrer element el que genera més inquietud, donada l'alta exposició a dipòsits de no residents, l'elevada concentració i l'exposició excessiva a parts vinculades en les operacions de préstec i la presència molt significativa d'actius de qualitat dubtosa. El repte de la sostenibilitat d'un deute que ha crescut molt ràpidament està relacionat, doncs, amb la capacitat d'atenció a les necessitats internes, amb l'impuls al potencial de creixement econòmic a mitjà i llarg termini, amb la qualitat de l'estructura i composició del deute i amb la capacitat de generació d'un coixí de seguretat que garanteixi l'assoliment dels principis de liquiditat i solvència.





## Una conclusió provisional

Les anàlisis i opinions dels que foren ministres de Finances, Ferran Mirapeix (pàg. 19) i Pere López (pàg. 25), que heu pogut llegir coincideixen al meu entendre en assenyalar que un dels elements més determinants en la sostenibilitat de l'endeutament públic andorrà és el creixement econòmic, perquè un major dinamisme fa créixer les bases fiscals del pressupost públic, afavorint el pagament del servei del deute i la capacitat de retorn del principal.

Així ho assenyala també l'estudi de TRACIS (pàg. 31), que ens recorda la importància del creixement econòmic que "... és més rellevant per a les economies petites i molt dependents de l'exterior, com és el cas d'Andorra, on críticament hi influeixen els canvis de les condicions de l'entorn internacional. Aquest factor de sostenibilitat és particularment determinant quan l'economia afectada té una capacitat limitada per influir en aquests canvis externs."

Al capdavant, no es pot pas negar que la situació del deute públic d'Andorra serà difícilment sostenible si no es canvia de política financera.

A partir d'aquesta constatació és una irresponsabilitat de continuar en la posició de l'estruc. Reconeguem que redreçar les nostres finances públiques és recuperar la llibertat i la sobirania d'Andorra i treballem per establir un pla d'estalvi en la despesa pública no prioritària, sabent que s'ha de reforçar la despesa en seguretat, educació i sanitat.

No nego pas que sigui legítim, ho és, que un país s'endeuti per preparar el futur: inversions en infraestructures, en la recerca o en la transició ecològica. Però quan un país s'endeuta per finançar el funcionament ordinari de l'Estat o per buscar –comprar– una pau social abans d'unes eleccions generals, el deute esdevé un fardell que es carregarà a les espatlles dels nostres fills.

L'augment sobtat de la inflació i de les taxes d'interès posarà en evidència el cul de sac del diner màgic que ens ha volgut vendre el ministeri de Finances.

No podem compartir que es baixin els braços repetint cada dimecres "... fins ara tot va bé" tot llençant impropèries contra els que gosen plantejar dubtes sobre la sostenibilitat de l'endeutament públic, aixoplugant-se en els informes, sol·licitats i pagats, de les agències de ràting internacionals.

Encara és possible sanejar les nostres finances públiques, aturant alhora la política de les promeses que no estan finançades.

Aprofundir i augmentar els dèficits és també refusar de fer les reformes indispensables de l'Estat i dels comuns, de les administracions públiques. Hi ha països –el Canadà i els països nòrdics– que han aconseguit reduir els seus dèficits i fins i tot reduir el seu endeutament. Ho han aconseguit amb un plantejament clar: repensar les missions del servei públic al segle XXI i gastar no pas menys sinó millor.

Però també he de dir, tocant de peus a terra, que en els països nòrdics la solidaritat entre ciutadans i el nivell dels ingressos fiscals està a una distància molt considerable respecte d'Andorra.

Així arribem al nus de la qüestió, al punt neuràlgic que, dit en termes planers, trepitja l'ull de poll, que és l'esforç fiscal dels ciutadans i les empreses d'Andorra.

Pretendre que es mantindran els serveis públics i, simultàniament, que no es mouran els impostos només pot acabar endeutant més el país. O, encara pitjor, rebaixant els impostos i retallant els serveis públics.

Resumint, per contenir els dèficits i reduir l'endeutament cal reformar. I reformar exigeix, necessita, valor. Cal sacsejar clienteleles, capgirar situacions privilegiades, retallar rendes, agafar a contrapèl alguns interessos.

Les finances públiques són com una mena de gran embarcació, un paquebot, que s'ha de pilotar. Es pot intentar fer canvis de ritme de conducció que sempre s'acostuma a fer de manera lenta. Però en concloure aquest quadern hem de dir que a casa nostra el canvi de ritme esdevé urgent.

Si no es fa res, Andorra es trobarà cara a cara, fit a fit, i de manera molt incòmoda, amb els seus creditors.

Aleshores estaríem en una situació semblant a la de Grècia fa vuit anys: ens obligarien a fer les reformes que, ara, els governants no volen dur a terme.

Aquestes consideracions em fan afirmar que és necessari començar a reduir el dèficit estructural. És a dir, hem de posar damunt la taula de treball les despeses indefugibles que l'Estat andorrà ha de pagar, amb crisi o sense, com la nòmina dels funcionaris i les pensions dels jubilats, la sanitat i el servei del deute.

No es tracta, no ho proposo pas, de reduir el dèficit de cop, ni potser de començar a reduir-lo l'any vinent, però sí que cal començar a elaborar un pla d'amortització a deu anys del deute acumulat, com ho han fet altres països.

Es tracta d'anar reduint-lo, pel cap baix, en mig punt anyal a partir del proper exercici pressupostari.

Sabem que serà difícil escoltar aquesta recomanació en ple període electoral però el seny i la responsabilitat d'Estat haurien de passar al davant dels càlculs polítics.

Setembre del 2022

**Jaume Bartumeu Cassany**  
Cap de Govern (2009-2011)



