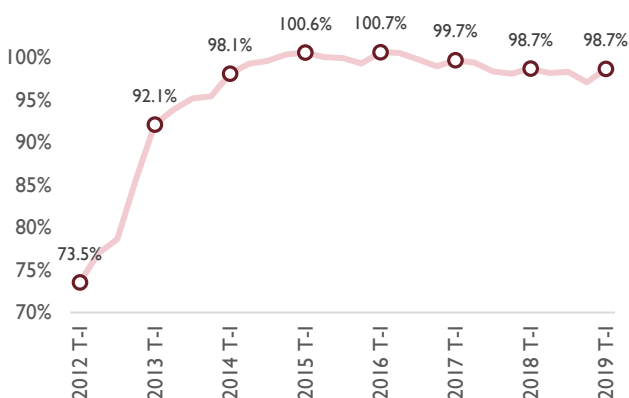


I. Evolución reciente y previsiones

- La ratio de deuda pública sobre el PIB observada en el primer trimestre de 2019 (98,7%) sigue siendo mayor a la registrada en el primer trimestre de 2014 (98,1%), a pesar de que el crecimiento económico acumulado desde entonces se acerca al 20% en términos nominales.
- Dado el nivel de crecimiento de la economía española de los últimos años, la ratio de la deuda pública de las AA.PP. sobre el PIB se encuentra entre las que menos se han reducido en la zona del euro desde la salida de la última crisis.
- Alcanzar una ratio de deuda igual o menor a la proyectada en la Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022 se considera factible.

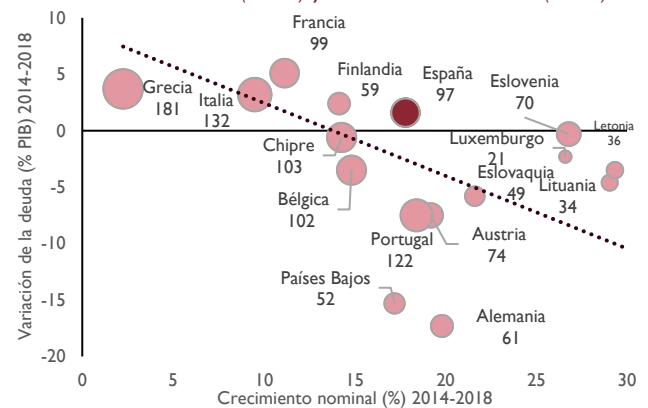
1 La ratio de deuda sobre PIB del primer trimestre de 2019 se situó en 98,7%, sin registrar variación interanual. Dicha ratio es mayor a la registrada durante el primer trimestre de 2014, a pesar del robusto crecimiento económico experimentado de manera ininterrumpida en dicho periodo (18,4 p.p.).

Deuda (% PIB), evolución en el primer trimestre de cada año



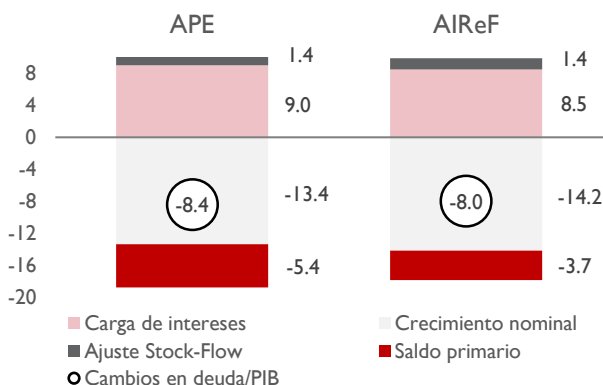
2 Esta situación ubica a la deuda pública española entre las que menos se han reducido entre los países de la zona euro durante esta etapa de crecimiento económico. Países con una variación del PIB similar, como Países Bajos o Portugal, han reducido su deuda unos 15 y 7,5, p.p. respectivamente.

Aumento de la deuda (% PIB) y crecimiento acumulado (% var)



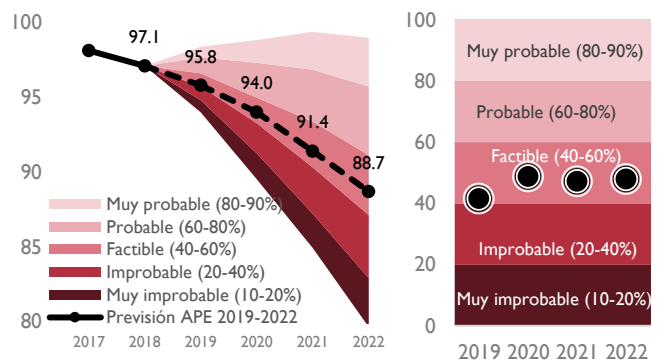
3 La Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2019-2022 prevé un ajuste acumulado de 8,4 puntos del PIB, ligeramente por encima de las proyecciones de AIReF y con una mayor contribución relativa de la mejora en el saldo primario.

Contribuciones a la variación de la ratio de deuda sobre PIB en el periodo 2019 – 2022, comparativa Gobierno (APE) vs. AIReF



4 De esta manera, la APE 2019-2022 proyecta una ratio de deuda descendente durante todo el periodo, que se considera factible a tenor de las proyecciones de la AIReF.

Probabilidad de alcanzar una ratio igual o menor a la proyectada por el Gobierno en la Actualización del Programa de Estabilidad 2019-2022

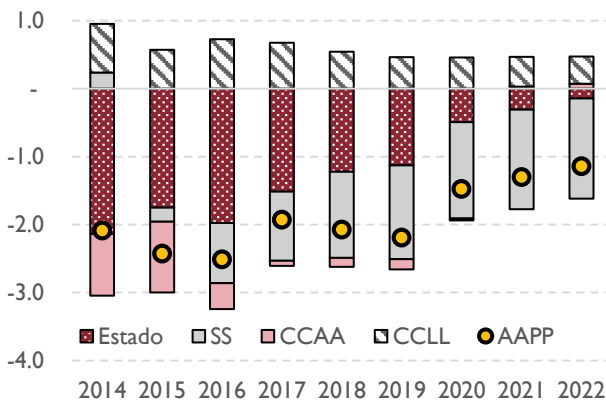


II. Riesgos y vulnerabilidades globales

- De mantenerse en el medio plazo, la reducción en los tipos de interés observada en los últimos meses permitiría que la deuda de las AA.PP. se estabilizara ligeramente por debajo del 60% del PIB cerca de 2035. Sin embargo, hacia 2040 el gasto derivado del envejecimiento terminaría situando la deuda en la senda creciente de nuevo.
- En el medio plazo no se proyecta una mejora sustantiva en el déficit de la Seguridad Social. En ausencia de medidas adicionales, en el largo plazo el aumento del gasto en pensiones derivado de los cambios demográficos volverá a la dinámica de la deuda creciente.
- La profundización de reformas paramétricas permitiría compensar gran parte del coste debido al envejecimiento, incluso en un escenario donde se vinculen las pensiones al IPC, limitar el esfuerzo fiscal de la Administración Central y alcanzar el nivel de referencia de una ratio de deuda del 60% en los próximos 15 años.

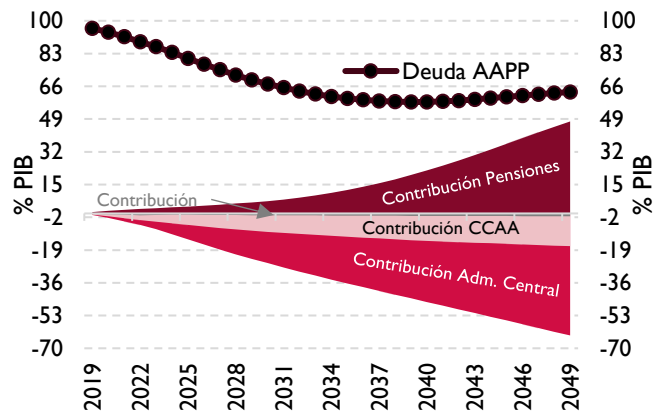
1 En el medio plazo, la AIREF no prevé que la Seguridad Social corrija sustancialmente su déficit estructural ni que el resto de las AAPP lo compensen, por lo que, de mantenerse...

Saldo estructural por subsectores (% PIB)



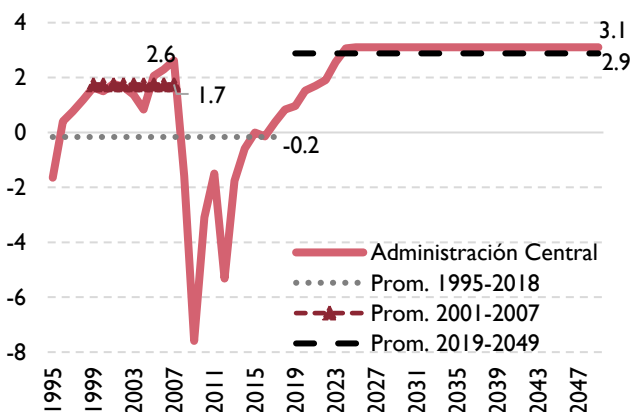
2 ... la dinámica de la deuda volverá a ser creciente a partir de la década del 40, incluso aunque el resto de los subsectores implementen políticas tendentes a alcanzar su nivel de deuda de referencia.

Deuda (%PIB) y contribuciones



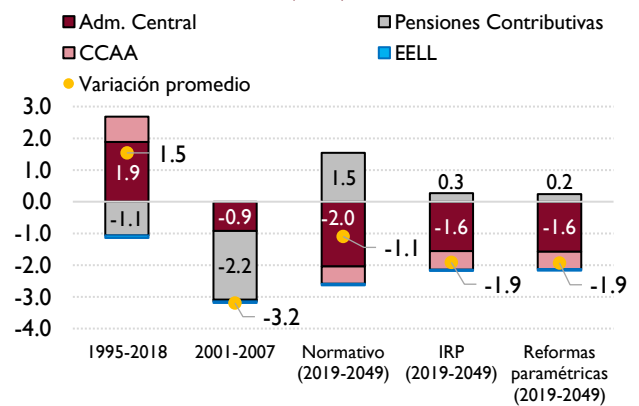
3 En el escenario normativo, la Administración Central es la encargada de mantener saldos primarios positivos para compensar el déficit estructural proyectado en Seguridad Social. Sin embargo, el esfuerzo fiscal requerido para ello es más exigente que el registrado en los últimos 24 años.

Saldo primario (%PIB)



4 A diferencia del escenario normativo de la AIREF, que supone la vinculación de las pensiones al IPC y la falta de profundización de reformas paramétricas en el Sistema de Pensiones, un escenario donde estas últimas se implementan situaría la deuda en la senda decreciente, y permitiría alcanzar el nivel de referencia del 60% en los próximos 15 años y limitar el esfuerzo fiscal de la Administración Central (ver [Opinión I/2019](#)).

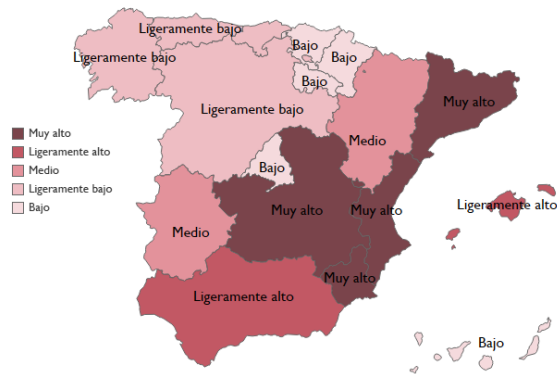
Contribución anual promedio a la variación en la deuda por subsectores (%PIB)



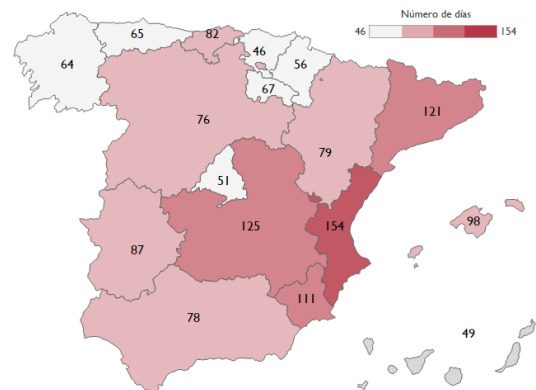
III. Riesgos y vulnerabilidades regionales y locales

1 El riesgo de sostenibilidad para el subsector CCAA sigue siendo ligeramente alto, con una ratio de deuda que no se proyecta llegue al nivel de referencia legal del 13% en los próximos 15 años. La heterogeneidad existente entre CCAA se mantiene estable y no se espera una convergencia en el medio plazo. A nivel individual, destaca el alto riesgo para la sostenibilidad identificado en Valencia, Cataluña, Castilla-La Mancha y Murcia, donde son necesarios más de 100 días de trabajo para pagar la deuda autonómica.

Riesgo de sostenibilidad financiera de las CCAA

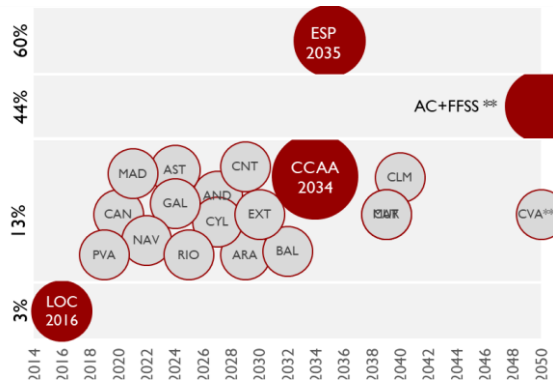


Días de trabajo necesarios para pagar la deuda regional (2019)

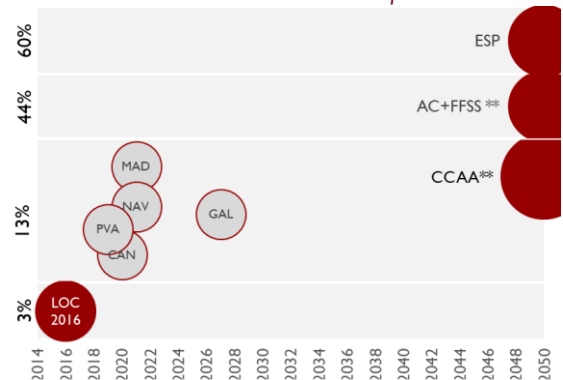


2 En el escenario normativo se proyecta que en los próximos 30 años el subconjunto de la Administración Central y la Seguridad Social no alcance una ratio de deuda sobre PIB del 44%, pero hacia 2035 el total AAPP vería reducir dicha ratio ligeramente por debajo del 60% gracias a la contribución del resto de subsectores. No obstante, los cambios macro-demográficos esperados a partir de 2030 implicarían mayores presiones de gasto y una menor contribución del crecimiento, lo que terminaría volviendo creciente la senda de deuda del subconjunto de la Administración Central y la Seguridad Social y también del total AAPP. Adicionalmente, en un escenario sin cambios de política (i.e. manteniendo fijo el saldo primario proyectado para 2019), solamente cinco comunidades y el subsector CCLL alcanzarían el nivel de referencia de deuda antes de 2050.

Año estimado de cumplimiento del nivel de referencia legal en el escenario normativo

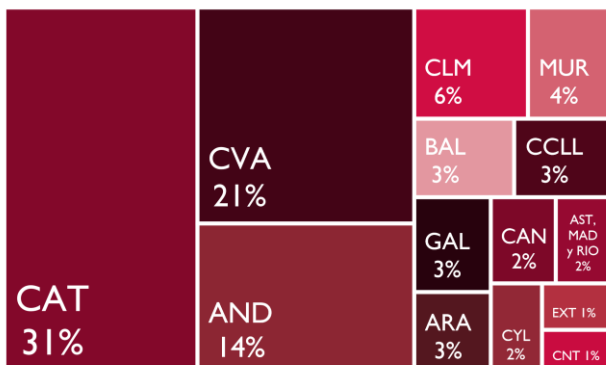


Año estimado de cumplimiento del nivel de referencia legal en el escenario sin variación del saldo primario



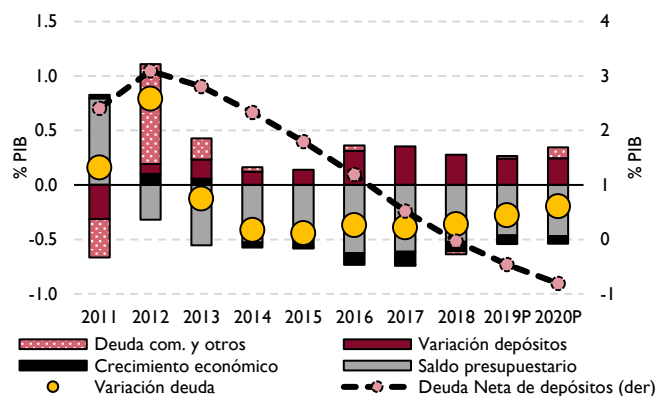
3 A finales del primer trimestre de 2019, dos terceras partes de la deuda financiada por los Fondos de Financiación de las CCAA (FFCCAA) se concentran en Cataluña, Comunitat Valenciana y Andalucía.

Distribución del total FFCCAA y FFCLL



4 A nivel CCLL, desde 2015 poco más de la mitad de los superávits presupuestarios se han traducido en un aumento de los depósitos. Aunque existen casos particulares con niveles de gran endeudamiento, estos no tienen relevancia a nivel subsector y se espera que la deuda neta de depósitos siga haciéndose más negativa (Ver Informe de Objetivos de 2019).

Deuda neta de depósitos bancarios del subsector CCLL



IV. Anexo I: tabla de indicadores

Indicadores de Deuda	2007	2018	Proyecciones				Días necesarios por persona para pagar la deuda ³⁾ 2019				Rating ⁴⁾			Coste financiero 2019		FLA y resto mecanismos (% deuda)	Deuda per capita (€)	Deuda / Ing. corr ⁵⁾ (%)	Nec. endeud. / ing. corr (%) ⁶⁾	Indicador fiscal tipo SI ⁷⁾
			2019	2020	2021	2022	2019 regional	2019 común	2019 total	Δ 07-19 total	Moody's	S&P	Fitch	Tipo Implícito	%PIB					
			2018	2019	2020	2021	2022	2019 regional	2019 común	2019 total	Δ 07-19 total	Moody's	S&P	Fitch	Tipo Implícito					
AAPP ¹⁾	35.6	97.1	96.5	94.6	92.3	89.6	-	-	-	-	-	-	2.5	2.4	-	25,943	256.9	-	-	
AC+FSS	27.2	70.7	70.9	70.1	69.0	67.6	-	-	-	-	Baa1 (4) ↔	A- (3) ↔	A- (3) ↔	2.9	2.0	-	-	394.0	-	
CCLL	2.7	2.1	1.9	1.7	1.4	1.2	-	-	-	-	-	-	2.1	0.0	24.9	-	36.2	-	-	
TOTAL CCAA ²⁾	5.7	24.3	23.7	22.8	21.9	20.8	86	266	352	222	-	-	-	1.5	0.3	60.1	6,372	172.0	22.3	-
ANDALUCIA	4.8	22.0	21.3	20.2	19.1	17.9	78	358	436	277	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB- (4) ↔	1.3	0.3	75.8	4,249	130.8	21.0	-0.2
ARAGÓN	3.4	21.9	21.7	21.0	20.1	19.2	79	239	318	206	-	BBB+ (4) ↑	-	1.9	0.4	62.5	6,489	157.5	28.5	-0.1
P. DE ASTURIAS	3.2	18.4	17.7	16.8	15.8	15.0	65	297	362	230	Baa1 ↔ (4)	-	-	1.3	0.2	43.3	4,268	112.6	9.7	-0.2
ILLES BALEARS	6.9	27.7	26.8	25.3	23.6	22.4	98	258	356	228	-	BBB+ (4) ↔	-	1.3	0.4	70.7	7,409	173.8	18.7	0.1
CANARIAS	3.7	14.8	14.1	12.8	11.2	9.3	52	328	380	243	-	A- (3) ↔	BBB (4) ↔	1.5	0.2	72.1	3,072	74.1	4.6	-0.6
CANTABRIA	3.4	23.0	22.4	21.5	20.6	19.8	82	289	370	242	-	-	BBB (4) ↔	1.3	0.3	79.4	5,542	129.0	18.0	-0.1
CASTILLA Y LEÓN	3.4	21.0	20.8	20.0	19.1	18.3	76	281	357	227	Baa1 (4) ↔	-	-	1.8	0.4	30.5	5,276	139.2	13.0	-0.1
CASTILLA –LA MANCHA	4.7	35.2	34.3	33.2	31.8	30.3	125	333	458	306	Ba1 (5) ↔	-	BBB- (4) ↔	1.4	0.5	71.2	7,371	213.6	23.4	0.7
CATALUÑA	7.8	34.0	33.1	31.9	30.6	29.4	121	223	344	223	Ba3 (5) ↔	-	BB (5) ↔	1.4	0.5	74.4	10,580	251.1	35.0	0.6
EXTREMADURA	4.5	23.8	23.8	23.1	22.0	20.8	87	379	466	288	Baa2 (4) ↔	BBB (4) ↔	-	1.7	0.4	57.0	4,483	107.5	13.5	0.0
GALICIA	6.6	18.1	17.5	16.8	15.9	14.9	64	294	358	207	Baa1 (4) ↔	A- (3) ↔	-	1.5	0.3	52.2	4,254	114.1	16.6	-0.2
COMUNIDAD DE MADRID	5.2	14.4	14.0	13.3	12.6	11.7	51	197	248	145	-	A- (3) ↑	BBB (4) ↔	2.3	0.3	4.1	5,072	135.1	11.6	-0.3
REGIÓN DE MURCIA	2.3	29.6	30.3	30.0	29.4	28.5	111	325	436	297	Ba1 (5) ↔	-	BBB- (4) ↔	1.2	0.4	82.3	6,662	194.9	28.4	0.6
C. FORAL DE NAVARRA	3.6	16.8	15.5	14.2	13.0	11.8	56	215	272	170	-	A+ (3) ↔	-	2.4	0.4	-	5,129	76.8	3.8	-0.4
PAÍS VASCO	1.0	13.6	12.7	12.0	11.5	11.0	46	203	249	159	A3 (3) ↔	A+ (3) ↔	A- (3) ↔	1.8	0.2	-	4,469	91.5	7.5	-0.4
LA RIOJA	3.5	19.0	18.4	17.5	16.5	15.4	67	255	322	208	-	-	BBB (4) ↔	1.0	0.2	39.5	5,158	126.4	20.7	-0.2
COMUNITAT VALENCIANA	11.3	42.0	42.2	41.9	41.6	41.2	154	303	457	296	Ba2 (5) ↔	BB (5) ↔	BBB (4) ↑	0.9	0.4	82.7	9,939	272.3	50.4	1.7

Fuente: INE, IGAE, Banco de España, DatosMacro.com y estimaciones de AIReF (simulación correspondiente a la senda normativa).

Fecha de cierre: 14 de junio de 2019. Respecto al informe de la AIReF sobre la APE 2019-2022, se han actualizado los datos observados de deuda pública, saldo primario y tipos de interés, así como las previsiones de estas variables.

Notas: **1)** Las ratios de deuda sobre PIB difundidas por el Banco de España están calculadas con el PIB nominal que estimó el INE en la última Contabilidad Nacional Trimestral. **2)** Para los datos difundidos por el Banco de España relativos a la ratio de deuda en relación al PIB a precios de mercado de cada una de las Comunidades Autónomas, se ha tomado el correspondiente PIB pm regional publicado por el INE, excepto para el último dato disponible, donde la estructura regional de la Contabilidad Regional de España se aplica al agregado de los cuatro últimos trimestres del PIB pm nacional. En el apartado de previsiones la estimación del PIB pm regional sigue la metodología METCAP-AIReF. **3)** Los días necesarios por persona para pagar la deuda en el caso regional se derivan de multiplicar por 365 la ratio de dicha deuda sobre el respectivo PIB regional. Para la deuda común (Administración Central y Fondos de Seguridad Social más subsector de Corporaciones Locales) esta se distribuye regionalmente en función del tamaño poblacional de la región, de modo que la ratio de la deuda resultante sobre el correspondiente PIB regional se multiplica finalmente por 365. **4)** (M) Moody's, (F) Fitch y (S) Standard and Poors. La calidad puede ser (3) Grado medio superior, (4) Grado medio inferior, (5) Grado de no inversión especulativo y (6) Altamente especulativo. **5)** Los ingresos corrientes utilizados son los publicados por IGAE, de acuerdo con la metodología del SEC 2010. **6)** Los ingresos corrientes corresponden a 2016 **7)** Indicador SI definido como el saldo primario promedio necesario entre 2017-2030 para alcanzar el nivel de referencia del 13% del PIB en 2030.

V. Anexo II: definición de escenarios

Actualizaciones del observatorio de deuda

En cada publicación del observatorio se actualizan todas las variables que tienen impacto en la dinámica de la deuda pública para obtener su previsión. En el caso de los intereses, la senda de tipos implícita en la curva de futuros se traslada parcialmente para suavizar su impacto en la ratio de la deuda a largo plazo. Las sendas proyectadas de saldo primario, carga de intereses, PIB real y deflatores, ajuste stock-flow y deuda resultante no necesariamente coinciden con las previsiones oficiales realizadas por el personal de AIReF en sus informes y opiniones.

Escenarios

Cada escenario muestra la evolución de la deuda pública a partir de un conjunto de supuestos subyacentes sobre crecimiento de la economía, dinámica de los tipos de interés y precios y comportamiento del saldo primario (i.e. política fiscal). Debido a la naturaleza de su construcción, no existe a priori una probabilidad de ocurrencia asociada a un determinado escenario en particular, sino que, por el contrario, este ejercicio de análisis de sensibilidad trata de responder a preguntas del tipo ¿qué pasaría con la dinámica de la deuda si los tipos de interés fuesen más altos o si la política fiscal se relajase?

Escenario normativo

Se supone que el saldo primario de cada Comunidad Autónoma (CCAA), el subsector Corporaciones Locales (CCLL) y agregado de la Administración Central (AC) más la parte no contributiva de la Seguridad Social (SS), a la que llamaremos ACX, evolucionan de manera gradual y consistente con la consecución del límite de referencia de deuda correspondiente en el largo plazo. El saldo primario de la parte contributiva de la SS evoluciona en línea con el gasto en pensiones derivado del escenario central de la Opinión de AIReF sobre la Sostenibilidad del Sistema de Seguridad Social¹ y unos ingresos contributivos que convergen a 10,5 puntos del PIB en el medio plazo. La suma de ACX y SS se llamará ACS. En el caso de la ACX, el nivel de deuda de referencia del 44% es el que resulta del agregado ACS. En otras palabras, se supone que la Administración Central realiza préstamos a la Seguridad Social para financiar su déficit, y para ello debe emitir deuda adicional.

Durante el proceso de convergencia, y en caso de no haber alcanzado el límite de referencia de deuda, el cambio anual en el saldo primario tiende a un 0.25% del PIB por año (0.5% en el caso de la ACX). Además, existe un techo de saldo primario que puede ser sostenido en el tiempo (0.75% para las EELL y CCAA y 2% para ACX). Esto significa que, aunque el límite de referencia de deuda no se haya alcanzado, si el techo de saldo primario se alcanza, el mismo se mantiene. Una vez alcanzado el límite de referencia de deuda, el saldo primario evoluciona de manera tal que el stock de deuda se mantenga en el entorno de dicho límite de referencia. Esto último no excluye la existencia de saldos fiscales negativos o positivos de manera temporal.

Posteriormente, se asume que el PIB converge gradualmente desde sus valores actuales hasta aproximarse a su potencial en el medio plazo, con una inflación de largo plazo de 1,8%. La tasa de crecimiento real del producto potencial es consistente con el escenario central de la citada Opinión de AIReF, que incorpora las proyecciones de población y del mercado laboral.

Finalmente, los requerimientos de financiación propios de ACX (pago de intereses de la deuda, vencimiento de valores y préstamos y déficits primarios) más aquellos extraordinarios en que incurre para financiar los FFCCAA son cubiertos mediante el acceso al mercado. Para el cálculo de los intereses se utiliza la cartera de vencimientos del Estado, los supuestos de saldo primario y la curva de tipos.² En cuanto a las CCAA, se supone que la ACS cubre todas las necesidades de financiación que pudiesen existir en cada escenario (independientemente de si hay algún instrumento legal conocido) y que las condiciones de financiación (i.e. los tipos de interés asociados) convergen paulatinamente desde los niveles actuales hasta ser equivalentes a los de la ACS, excepto del caso del Madrid, Navarra y el País Vasco donde se supone que recurren al mercado totalmente para cubrir sus necesidades brutas de endeudamiento ya desde 2019.

Comportamiento histórico

Este escenario difiere del escenario normativo en la política fiscal. Para cada subsector se supone que el saldo primario converge en 2018 al promedio histórico registrado entre los años 2000 y 2009.

Crecimiento bajo

Se aplica una reducción del crecimiento real de la economía con referencia al año base. Se supone una reducción, con respecto al escenario normativo, de un 1 p.p. de crecimiento del PIB y 0.5 p.p. en precios para los años 2020 a 2022. A partir de 2023 el PIB converge paulatinamente al producto potencial en tasas.

Tipos de interés más altos

Se supone un aumento de los tipos de interés aplicados a los requerimientos de financiación, diferenciando entre las administraciones que se endeudan en el mercado (aumento del 1% promedio en los tipos) y las que reciben financiación a través de mecanismos del tipo del FLA (aumento del 1% promedio).

Política incambiante

Igual que el escenario histórico, este escenario difiere del normativo en la política fiscal. En este caso, se supone que a partir de 2018 se mantiene el mismo saldo primario, independientemente del nivel de deuda o su dinámica.

Mejor resultado fiscal

Difiere del escenario normativo en que el saldo primario observado a partir de 2018 es similar al mejor promedio de 3 años obtenido a partir del año 2000.

¹ [Opinión I/19: Opinión sobre la sostenibilidad del Sistema de Seguridad Social](#)

² Para más detalles ver DT/2015/5 [Modeling interest payments for macroeconomic assessment](#).