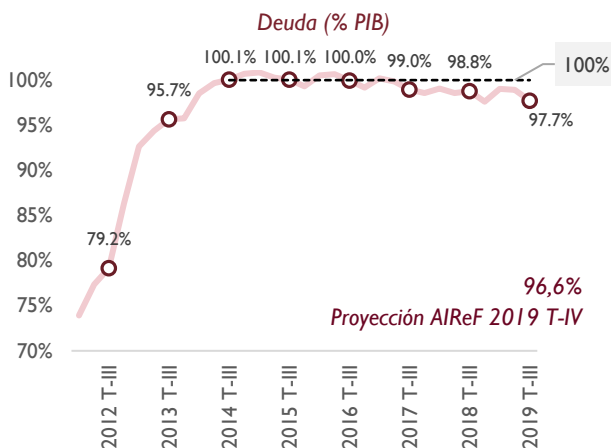


I. Evolución reciente y previsiones

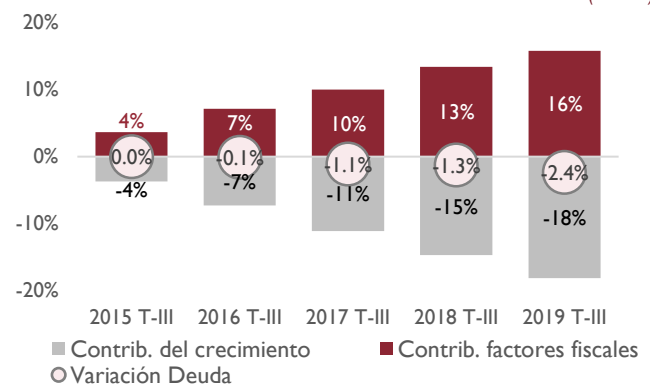
- La ratio de deuda pública sobre PIB se ha estabilizado en los últimos cinco años en torno a los niveles máximos de los últimos 110 años. El fuerte crecimiento nominal de la economía ha contribuido a reducir la ratio en 18 de puntos de PIB, pero los factores fiscales estructurales han prácticamente neutralizado dicho efecto.
- La fuerte caída y aplanamiento de la curva de tipos de interés observados en el último lustro (con un ahorro estimado superior a 10.000 millones de euros anuales) ha permitido que la ratio de deuda no haya continuado creciendo entre 2014-2019.
- La mejora en las condiciones de financiación observada en el último año generará un espacio fiscal en el medio plazo que debería ser compatible con la corrección déficit fiscal estructural y la reducción en la ratio de deuda. Se estima un ahorro de intereses de 7 décimas del PIB anuales hacia finales de 2023.

1 La ratio de deuda pública sobre PIB lleva cinco años en torno a valores no vistos desde principios del siglo pasado (100%).

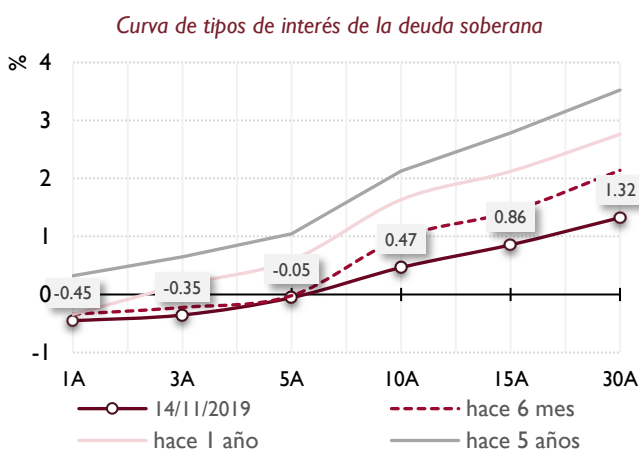


2 El fuerte crecimiento nominal de la economía ha contribuido a reducir la ratio en 18 de puntos de PIB, pero los factores fiscales (estructurales) han prácticamente neutralizado dicho efecto.

Contribución a la var. acumulada de la deuda desde 2014 T-III (5 años)

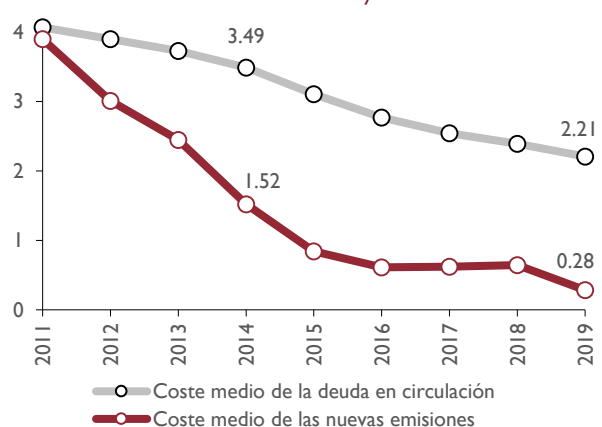


3 La contribución fiscal ha sido negativa a pesar de la fuerte caída y aplanamiento visto en la curva de tipos de interés de la deuda soberana (30 años -220 pb; 10 años -165 pb; 3 años -100 pb)...



4 ... que se ha traducido en una sustancial reducción en el coste de financiación del Tesoro Público. En comparación con 2014, el ahorro anual es superior a 10.000 millones de euros.

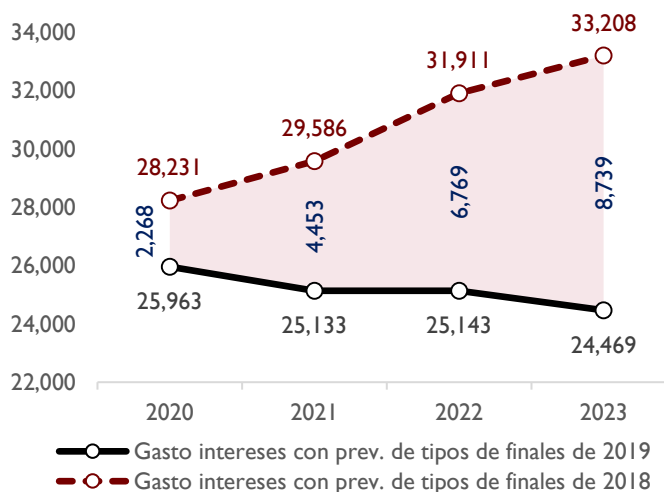
Coste medio de la deuda del Estado y de las nuevas emisiones (%)



I. Evolución reciente y previsiones

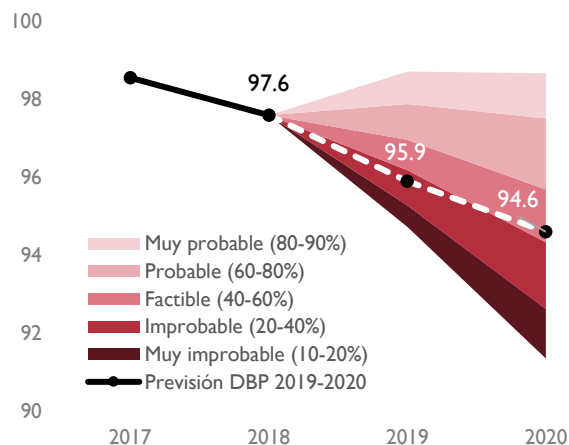
5 Solo en el último año, la caída observada en los tipos de interés implicaría una reducción adicional en la carga de intereses. Hacia 2023, la carga de intereses se reduciría hasta 1,7% del PIB, generando un ahorro de 0,7 puntos del PIB con respecto a 2018. Este espacio fiscal adicional debería ser compatible con la corrección del déficit fiscal estructural y la reducción en la ratio de deuda.

Proyección del gasto en intereses para los próximos 4 años con la previsión de tipos de interés actuales versus los de hace un año (mill€)



6 Sin embargo, en el medio plazo tanto las proyecciones del Gobierno como de la AIREF apuntan a una ligera reducción en la ratio de deuda, principalmente debido a la falta de corrección del déficits presupuestarios estructurales.

Proyecciones de deuda 2019-2020 (%PIB)

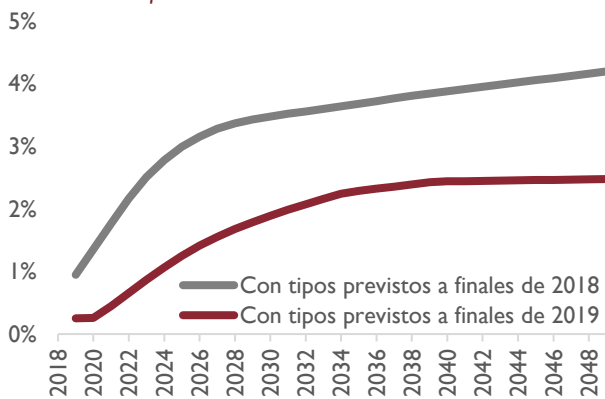


II. Riesgos y vulnerabilidades globales

- Si no hay cambios en las actuales expectativas en el mercado de deuda soberana y la política monetaria se mantiene inalterada, esta mejora en las condiciones de financiación podría tener un gran efecto en la dinámica de la deuda de largo plazo. En el escenario normativo (que implica una política fiscal orientada a corregir el déficit estructural), la ratio de deuda podría estabilizarse en el entorno del 60% del PIB en 15 años.
- Un escenario más prudente, que supone una muy lenta convergencia en las condiciones de financiación a promedios históricos (y es consistente con una normalización de la política monetaria en los próximos 10 años), tiene implicaciones muy distintas. Incluso una política fiscal orientada a lograr equilibrios presupuestarios no sería suficiente para disminuir la ratio de deuda y evitar que la misma siga creciendo hasta cerca del 90% hacia 2050.
- Si adicionalmente la política fiscal no contribuye a mejorar el actual déficit estructural y se mantienen el actual saldo primario, la ratio de deuda se volvería explosiva y podría superar el 130% del PIB en 2050.

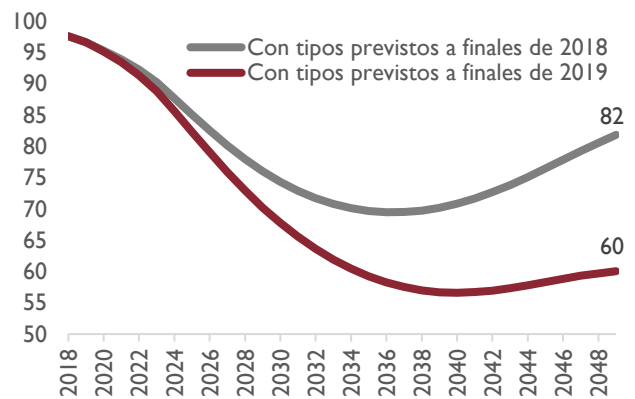
1 La intensificación del tono acomodaticio de la política monetaria y la reintroducción del programa de expansión cuantitativa del BCE ha supuesto en el último año una reducción sustancial de los tipos de interés de la deuda soberana del área del euro para todos plazos, que se ha trasladado a las expectativas de financiación.

Mejoría en las condiciones de financiación para una cartera de vida media de 7 años



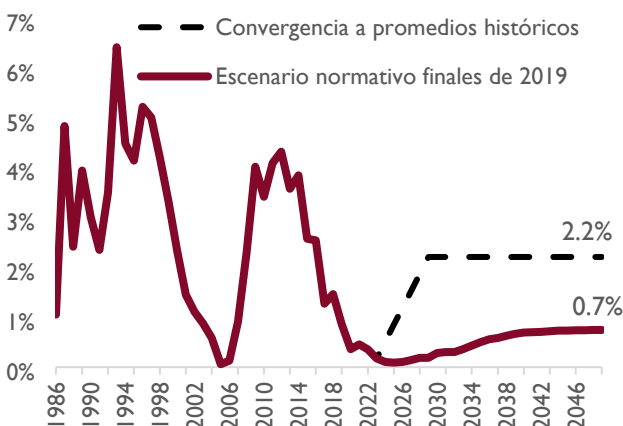
2 En el supuesto de mantenerse estas expectativas (y política monetaria), este efecto implicaría una reducción de casi 20 puntos en la ratio de deuda hacia 2050 (hasta llegar al 60%). Además, limitaría la dinámica explosiva proyectada a partir de mediados de la década del 30, permitiendo a la AC absorber gran parte del déficit proyectado en el sistema de pensiones.

Proyección de deuda en escenario normativo (%PIB)



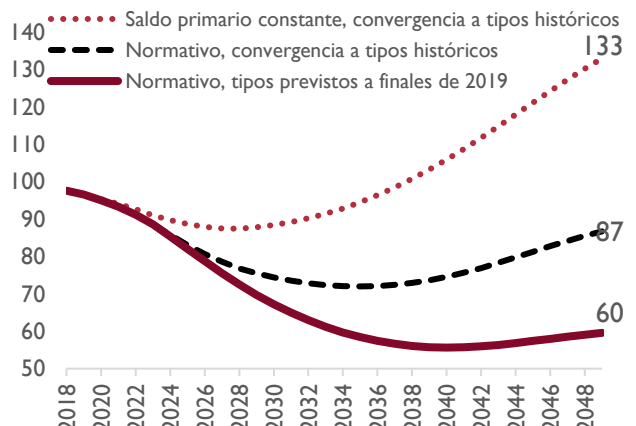
3 No obstante, pequeñas variaciones en el tipo de interés tiene un gran impacto en el largo plazo. Además, suponer que durante 30 años se mantendrá la política monetaria actual no es prudente. Un escenario más realista asume que a partir del año 2023 habrá un paulatino proceso de normalización que durará 2028. Esto implicaría una paulatina convergencia a tipos de interés implícitos que se estabilizarían (en términos reales) en el promedio histórico de la unión monetaria (1999-2018).

Tipo de interés real implícito de la deuda española (%)



4 Hacia 2050 este cambio impactaría significativamente, implicando un aumento de más de 25 puntos del PIB con respecto al escenario que supone el mantenimiento de las actuales condiciones de financiación. Sin embargo, si además la política fiscal no estuviese orientada a corregir el déficit estructural y se mantuviera el saldo primario previsto para 2019, la dinámica de la deuda pronto se volvería creciente, estando por encima de los 130 puntos del PIB hacia 2050.

Proyección bajo distintos escenarios (%PIB)

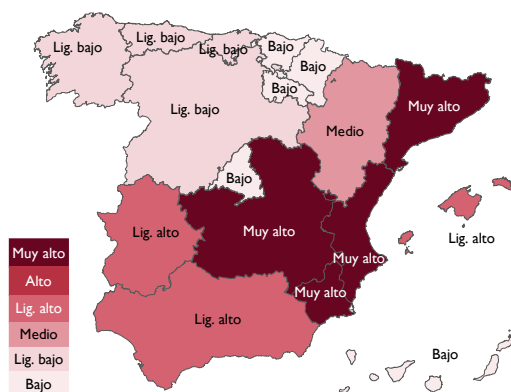


III. Riesgos y vulnerabilidades regionales

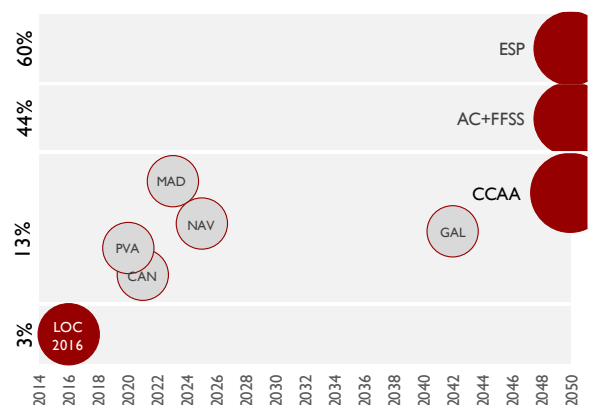
- El riesgo de sostenibilidad en el subsector CCAA sigue siendo ligeramente alto. En un escenario sin cambios en el saldo primario se proyecta que solo cuatro comunidades logran alcanzar el nivel de referencia de una deuda menor al 13% del PIB, mientras que a nivel subsector estaría por encima durante los próximos 30 años.
- Sin embargo, la introducción en 2012 de los mecanismos extraordinarios de financiación (FFCCAA) ha supuesto un alivio considerable en la carga de intereses de muchas comunidades. Esta mejoraría en las condiciones de financiación, junto a una evolución más favorable de los saldos presupuestarios, parece estar permitiendo a muchas comunidades (en donde el riesgo de sostenibilidad no es muy alto) volver gradualmente a la financiación en el mercado de deuda de largo a plazo.

1 A nivel subsector CCAA, el riesgo de sostenibilidad sigue siendo ligeramente alto y no se proyecta que en agregado las comunidades logren el nivel de referencia de 13% antes de 2034. Con respecto al Observatorio de Deuda anterior, solo se observa un ligero cambio en Extremadura, donde el riesgo identificado pasa a ser ligeramente alto: el empeoramiento en las proyecciones déficit a medio plazo implica que la ratio de deuda no disminuya por debajo de los valores observados en 2018 hasta finales de 2021. A nivel individual, la situación es muy diversa y en los próximos 30 años no se proyecta una convergencia en este sentido. Si no hay una mejora estructural y se mantienen los saldos primarios previstos para 2019, solo 4 comunidades lograrían alcanzar una ratio de deuda del 13% en los próximos 10 años, y el resto, salvo Galicia, no lo haría antes de 2050. El riesgo para la sostenibilidad financiera en Valencia, Cataluña, Castilla-La Mancha y Murcia es muy alto (se necesitan más de 100 días de trabajo para pagar la deuda autonómica).

Riesgo de sostenibilidad financiera de las CCAA

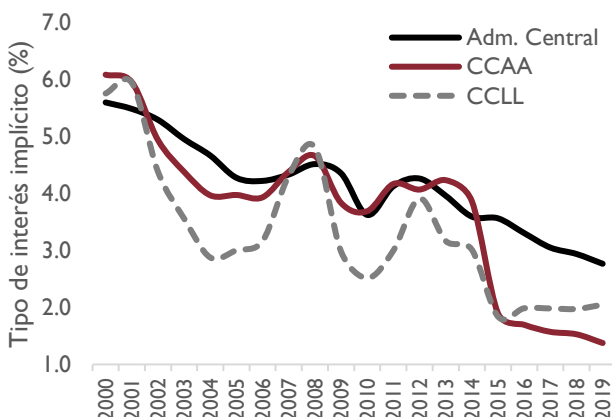


Año de llegada al nivel de deuda de referencia manteniendo el saldo primario constante a partir de 2019



2 Hasta principios de 2012, el coste medio de financiación del Tesoro y del subsector CCAA evolucionaban en relativa sincronía. La introducción de los FFCCAA supuso un cambio en este comportamiento, implicando una transferencia de recursos desde la Administración Central al subsector CCAA. Así, en los últimos cuatro años el diferencial promedio en los tipos implícitos de la deuda de las CCAA y la Administración Central ha sido del orden de los 150 puntos básicos. Esta mejoraría en las condiciones de financiación, junto a una evolución más favorable de los saldos presupuestarios, parece estar permitiendo a muchas comunidades (en donde el riesgo de sostenibilidad no es muy alto) volver gradualmente a la financiación en el mercado de deuda de largo a plazo.

Tipo de interés nominal implícito de la deuda a nivel subsector (%)



Participación en los FFCCAA y financiación en el mercado

	2015	2016	2017	2018	2019
ANDALUCIA	FF	FLA	FLA	FF/MCDO	FF/MCDO
ARAGON	FF	FLA	FLA	FLA	FLA
ASTURIAS	FF	MCDO	FF/MCDO	FF	FF/MCDO
BALEARS, ILLES	FF	FLA	FLA	FF	FF/MCDO
CANARIAS	FF	FF	FF	FF	FF
CANTABRIA	FLA	FLA	FLA	FLA	FF
CASTILLA-LA MANCHA	FLA	FLA	FLA	FLA	FLA
CASTILLA Y LEON	FF	MCDO	FF/MCDO	FF	MCDO
CATALUÑA	FLA	FLA	FLA	FLA	FF
EXTREMADURA	FF	FLA	FLA	FLA	FLA
GALICIA	FF	FF	FF	FF	FF/MCDO
RIOJA, LA	FF	MCDO	MCDO	FF	FF
MADRID	FF	MCDO	MCDO	MCDO	MCDO
MURCIA	FLA	FLA	FLA	FLA	FLA
NAVARRA	MCDO	MCDO	MCDO	MCDO	MCDO
PAIS VASCO	MCDO	MCDO	MCDO	MCDO	MCDO
VALENCIA	FLA	FLA	FLA	FLA	FLA

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					
			2019	2020	2021	2022	2019 regional	2019 común	2019 total	Δ 07-19 total	Moody's	S&P	Fitch	Tipo Implícito	% PIB					
AAPP ¹⁾	35.6	97.6	96.6	95.1	93.5	91.3	-	-	-	-	-	-	2.4	2.3	-	25,782	258.7	-	-	
AC+FSS	27.2	71.1	70.6	69.9	69.2	67.9	-	-	-	-	Baa1 (4) ↔	A- (3) ↔	A- (3) ↔	2.8	1.9	-	-	402.9	-	-
CCLL	2.7	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5	-	-	-	-	-	-	2.0	0.0	24.9	-	35.9	-	-	
TOTAL CCAA ²⁾	5.7	24.4	24.1	23.4	22.7	21.9	88	265	353	222	-	-	-	1.4	0.3	59.4	6,424	170.8	24.2	-
ANDALUCÍA	4.8	22.1	21.8	20.9	19.9	18.8	79	358	438	278	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB- (4) ↔	1.2	0.3	74.2	4,297	130.6	22.5	-0.1
ARAGÓN	3.4	22.0	22.0	21.6	21.0	20.4	80	239	319	207	-	BBB+ (4) ↔	-	1.8	0.4	48.6	6,508	156.4	30.9	-0.1
P. DE ASTURIAS	3.2	18.5	18.0	17.4	16.8	16.2	66	295	361	229	Baa1 ↔ (4)	-	-	1.1	0.2	22.4	4,316	112.6	11.5	-0.2
ILLES BALEARS	6.9	27.8	27.5	26.5	25.3	24.6	100	258	358	230	-	BBB+ (4) ↔	-	1.2	0.3	69.7	7,535	173.4	21.3	0.2
CANARIAS	3.7	14.9	14.2	13.4	12.4	11.4	52	328	379	242	-	A (3) ↑	BBB (4) ↔	1.3	0.2	74.2	3,060	66.1	9.1	-0.4
CANTABRIA	3.4	23.0	23.0	22.5	21.8	20.9	84	287	371	242	-	-	BBB (4) ↔	1.2	0.3	83.8	5,659	128.0	20.8	-0.1
CASTILLA Y LEÓN	3.4	21.1	20.8	20.2	19.4	18.6	76	280	355	224	Baa1 (4) ↔	-	-	1.6	0.3	29.9	5,251	139.7	15.2	-0.2
CASTILLA –LA MANCHA	4.7	35.3	35.1	34.7	34.0	33.3	128	331	460	307	Ba1 (5) ↔	-	BBB- (4) ↔	1.3	0.4	72.8	7,480	212.3	27.7	0.9
CATALUÑA	7.8	34.2	33.6	32.6	31.6	30.4	123	222	345	224	Ba3 (5) ↔	-	BB (5) ↔	1.4	0.5	74.4	10,682	250.4	37.6	0.6
EXTREMADURA	4.5	23.9	24.5	24.3	23.7	23.0	89	378	467	288	Baa2 (4) ↔	BBB (4) ↔	-	1.5	0.4	57.7	4,582	108.5	16.7	0.1
GALICIA	6.6	18.1	17.9	17.2	16.5	15.8	65	293	358	206	Baa1 (4) ↔	A (3) ↑	-	1.3	0.2	52.4	4,315	113.8	18.4	-0.2
COMUNIDAD DE MADRID	5.2	14.6	14.2	13.5	12.8	12.1	52	196	248	145	-	A- (3) ↔	BBB (4) ↔	2.1	0.3	4.1	5,123	135.4	12.5	-0.3
REGIÓN DE MURCIA	2.3	29.7	30.2	30.0	29.9	29.7	110	324	435	295	Ba1 (5) ↔	-	BBB- (4) ↔	1.3	0.4	82.2	6,572	195.0	30.3	0.8
C. FORAL DE NAVARRA	3.6	16.8	16.2	15.6	15.2	14.8	59	215	274	172	-	AA- (2) ↑	-	2.2	0.4	-	5,328	74.2	6.9	-0.3
PAÍS VASCO	1.0	13.6	13.0	12.4	12.1	12.0	48	201	249	159	A3 (3) ↔	AA- (2) ↑	A- (3) ↔	1.5	0.2	-	4,581	91.7	9.8	-0.3
LA RIOJA	3.5	19.1	18.9	18.1	17.4	16.6	69	255	324	208	-	-	BBB (4) ↔	0.6	0.1	30.5	5,234	125.3	22.7	-0.2
COMUNITAT VALENCIANA	11.3	42.2	42.4	42.1	42.0	41.8	155	301	456	293	Ba2 (5) ↔	BB (5) ↔	BBB- (4) ↓	0.9	0.4	82.9	9,937	270.4	51.6	1.7

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

Fecha de cierre: 15 de noviembre de 2019. Respecto al informe de la AIReF sobre el DBP 2020, se han actualizado los datos observados de carga de intereses así como las previsiones de saldo presupuestario total.

Notas: 1) Los 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 con el 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 (2) Grado alto, (3) Grado medio superior, (4) Grado medio inferior, (5) Grado de no inversión 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 FFCAA 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 el escenario normativo, la proyección de la carga de intereses se realiza a partir de las expectativas del mercado. Primero, la proyección de los tipos marginales de las nuevas emisiones se extrae de la información contenida en la curva de tipos de la cartera del tesoro (i.e. usando los tipos futuros). Luego, a partir de esta proyección se obtiene la carga de intereses de las nuevas emisiones. Finalmente, esta proyección se suma a la carga de intereses prevista de la deuda viva. A partir de la senda de pago de intereses total, se deriva un tipo de interés efectivo o implícito. Por su parte, en el escenario de convergencia de tipos el cálculo de la carga de intereses se realiza directamente a partir de una senda de tipos efectivos del total de la deuda supuesta para todo el periodo. A diferencia de la aproximación seguida en el escenario normativo, este ejercicio no precisa realizar (de manera explícita) un supuesto particular sobre la evolución de los tipos marginales de las nuevas emisiones.

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](#).