

- *La pandemia de la COVID-19 ha causado una crisis económica sin precedentes en todo el mundo, con una contracción del PIB mundial del 3,5% en 2020. La economía española registró una contracción en términos reales del 11%, y está por tanto entre las economías del mundo más castigadas por la pandemia.*
- *La adopción de medidas fiscales sin precedentes junto al funcionamiento de los estabilizadores automáticos ha permitido suavizar parte de los efectos adversos de la pandemia al tiempo que ha provocado un deterioro muy significativo en las cuentas públicas. El déficit público en 2020 se sitúa en valores superiores al 10% del PIB en un gran número de economías, y las ratios de deuda pública han aumentado de manera considerable en todos los países.*
- *La ratio española de deuda sobre PIB se situó en 2020 en el 117,1%, lo que ha supuesto un incremento de 21,6 puntos respecto a 2019. Prácticamente la mitad de este aumento (10,6 puntos), se debe a la caída del PIB. Este abultado efecto denominador es uno de los mayores de la comparativa internacional. En cambio, la contribución del saldo fiscal al deterioro de la ratio de deuda (10,9 puntos) está en línea con el de las principales economías del entorno.*
- *El estallido y desarrollo de la crisis sanitaria ha marcado la evolución de los mercados financieros durante todo 2020. A pesar de la gravedad de la crisis, el apoyo a gran escala de la política monetaria ha contribuido a estabilizar las condiciones de financiación de la deuda soberana y corporativa.*
- *Las necesidades brutas de financiación del Tesoro Público se vieron incrementadas notablemente en 2020, registrando su máximo histórico tanto en términos monetarios (277 mm€) como en relación al PIB (25%). En los próximos años se espera una estabilización de las necesidades de financiación, ya que la disminución de la financiación neta consecuencia de la normalización de la situación sanitaria se verá compensada con las mayores amortizaciones asociadas a un nivel de deuda muy superior.*
- *Los distintos programas de compras de activos públicos del BCE iniciados en 2015 e intensificados en 2020 han convertido al Banco de España en uno de los principales tenedores de la deuda pública española. El volumen de compras netas realizado en 2020 y previsto para 2021 cubrirá más del 100% de las necesidades de financiación netas de estos años.*
- *La caída global de los tipos de interés y el alargamiento de los vencimientos de la deuda han aliviado en cierta medida los riesgos asociados a mantener altos niveles de endeudamiento. La carga financiera, uno de los principales indicadores de la sostenibilidad de la deuda de un país, se ha reducido por sexto año consecutivo tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB, situándose el gasto por intereses a finales de 2020 en el 2,3%.*
- *El actual entorno de bajos tipos de interés favorecerá la dinámica de la ratio de deuda, ayudando a generar un efecto “bola de nieve” positivo a lo largo de los próximos años. Un diferencial negativo del tipo de interés sobre el crecimiento permitirá mantener estabilizada la ratio de deuda aun manteniendo un déficit primario estructural a medio plazo.*

- *Las expectativas actuales de un entorno duradero de tipos de interés bajos ofrece un mayor margen de maniobra en el diseño de la estrategia de consolidación a medio plazo y permite en principio, abordar la vuelta al equilibrio presupuestario de una manera gradual y no lesiva para el crecimiento.*
- *Alcanzar un equilibrio presupuestario será fundamental para afrontar la presión sobre la deuda asociada al incremento del gasto en pensiones derivada del proceso de envejecimiento y evitar el mantenimiento del nivel de deuda por encima de un umbral, que según la literatura económica, pueden llevar asociado un impacto negativo sobre el crecimiento.*
- *El rebote de la actividad económica que se espera en los próximos trimestres junto a cierta mejoría del componente cíclico del saldo público, proyectan una estabilización e incluso reducción de la ratio de deuda en los dos próximos años.*
- *No obstante, la pandemia ha agudizado los desafíos asociados a los altos niveles de endeudamiento público, cuya sostenibilidad futura está fuertemente ligada a las políticas del Banco Central Europeo. La retirada en el futuro de los instrumentos no convencionales de política monetaria podrá acarrear un repunte de los tipos de interés hacia niveles más en línea con su tendencia histórica.*
- *Los elevados niveles de endeudamiento incrementan la vulnerabilidad frente a eventuales cambios en las condiciones de financiación de la economía por lo que debería diseñarse cuanto antes una estrategia de consolidación a medio plazo que contribuya a mitigar esos riesgos. El aumento de la vida media de la cartera de deuda supone cierta protección contra futuras subidas de los tipos de interés al hacer que éstas se trasladen a la carga financiera efectivamente soportada de manera muy gradual a lo largo de varios años. No obstante, a medio y largo plazo un repunte en los tipos de interés puede tener un impacto muy alto en la carga financiera dada la elevada acumulación de deuda, lo que acabaría retroalimentando mayores niveles de endeudamiento.*
- *La amortización de un mayor stock de deuda implicará a su vez el aumento de las necesidades de financiación brutas en los próximos años, aunque la intensificación de la emisión de valores a largo plazo en los últimos años permitirá mitigar de manera adecuada este riesgo. En el largo plazo, la reducción de la deuda soberana del balance del BCE puede suponer un reto importante no exento de riesgos, al exigir el regreso de buena parte de la base inversora que se ha visto desplazada durante los últimos años.*
- *Aunque existe un riesgo significativo de ejecución de parte de las Líneas de Avals COVID19, el impacto de la materialización de estos pasivos contingentes en la deuda pública es limitado, no poniendo en peligro la sostenibilidad de esta.*
- *El aumento del gasto estructural como consecuencia del envejecimiento de la población es uno de los principales riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio plazo. El incremento del gasto sanitario y del gasto en pensiones – en la medida en que no sea cubierto con recursos adicionales - conllevará un incremento muy significativo del endeudamiento desde unos niveles históricamente muy elevados.*

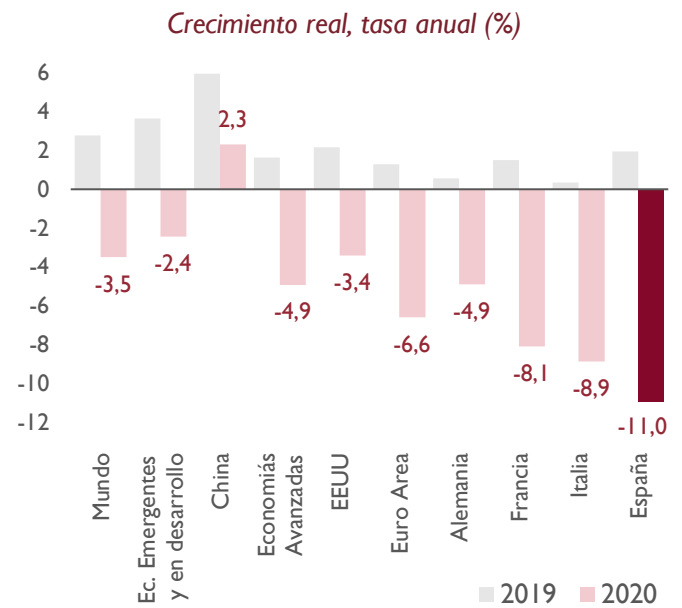
- 1 La pandemia de la COVID-19 que estalló en el primer trimestre de 2020 ha causado una crisis económica sin precedentes en todo el planeta. Estimaciones recientes apuntan a una contracción del PIB mundial de entre el 3 y 4% en 2020. En los últimos 40 años la economía mundial solo había registrado una leve caída (0,1%) en el año 2009, en el periodo de la Gran Recesión tras la crisis financiera.

Según la estimación avance del PIB publicada por el INE, la economía española registró en 2020 una contracción en términos reales del 11%, situándose entre las economías del mundo más castigadas por la pandemia de acuerdo con las últimas cifras publicadas por Eurostat y las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (WEO de enero de 2021). La magnitud de la caída del PIB en España es el doble que la estimada para países como Alemania y considerablemente superior a la del conjunto de la zona euro (-6,6%).

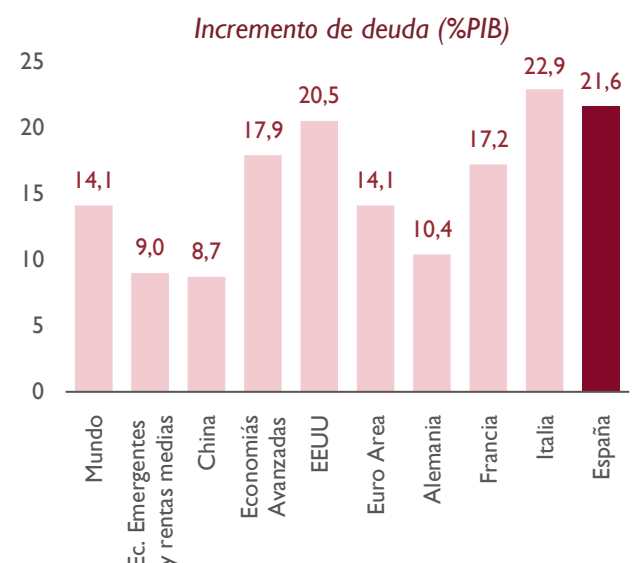
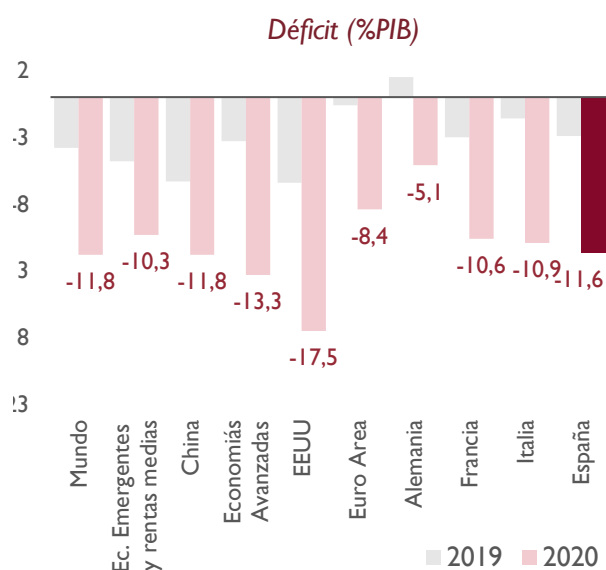
La incertidumbre en torno a las perspectivas de recuperación seguirá siendo particularmente elevada mientras la pandemia siga condicionando la actividad económica. De acuerdo con las principales instituciones internacionales, el crecimiento debería reanudarse en 2021-22. Sin embargo, la recuperación se espera que sea incompleta en este horizonte y que difiera ampliamente en los distintos países.

- 2 Para hacer frente a la crisis sanitaria, garantizar el apoyo y asistencia de liquidez a empresas y evitar despidos masivos, los gobiernos han adoptado medidas fiscales sin precedentes, que junto al funcionamiento de los estabilizadores automáticos han provocado un deterioro muy significativo en las cuentas públicas. El déficit público registrará en 2020 valores superiores al 10% del PIB en un gran número de economías mundiales. Dada la excepcionalidad de la situación, se ha procedido a la activación de la "cláusula general de escape" del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE, quedando los requerimientos de ajuste temporalmente en suspenso. La paulatina desaparición de las medidas de emergencia relacionadas con la pandemia, así como el rebote previsto de la actividad económica supondrán una mejora significativa en los saldos públicos de 2021 y 2022.

El deterioro de las cuentas públicas ha supuesto un aumento considerable en las ratios de deuda pública de las economías de todo el mundo en 2020. En concreto, se estima un incremento cercano a los 15 puntos de PIB de la ratio de deuda mundial y de la zona euro, que pasan a situarse en ambos casos en el entorno del 100%. En 2021 y 2022 se proyecta cierta estabilización en estos niveles de máximos históricos.



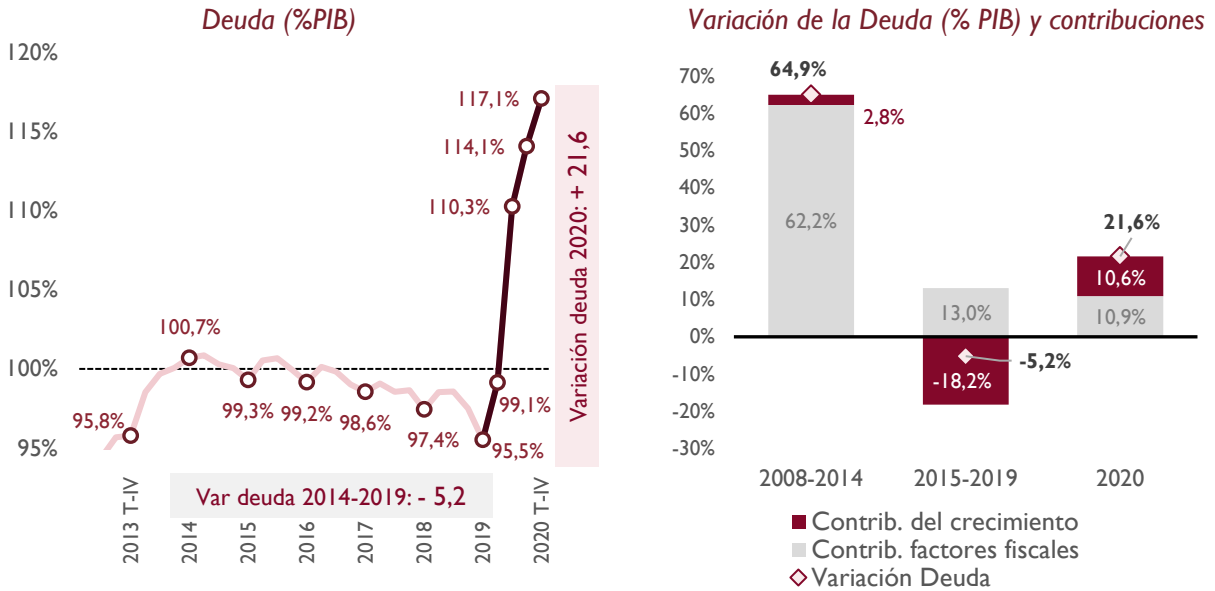
Fuente: INE, Eurostat y FMI (WEO ene 2021)



Fuente: Banco de España y FMI (WEO ene 2021)

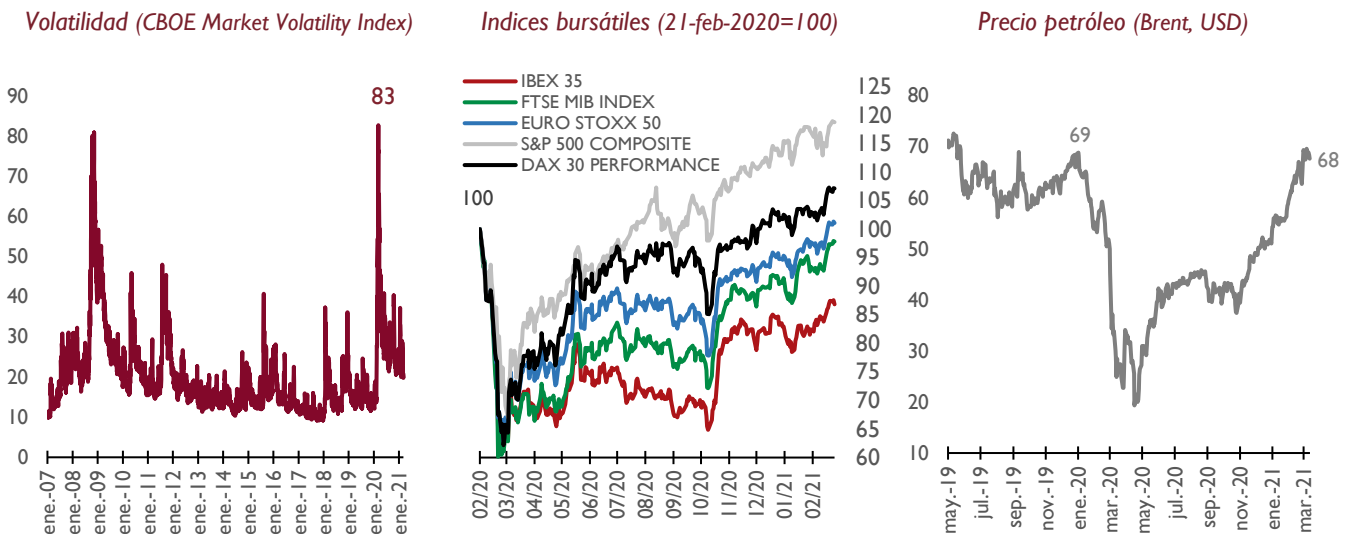
- 3 La ratio española de deuda sobre PIB se situó en 2020 en el 117,1%, lo que ha supuesto un incremento de 21,6 puntos respecto al nivel del año anterior. Prácticamente la mitad de este aumento (10,6 puntos), uno de los mayores de la comparativa internacional, se debe a la caída del PIB, denominador de la ratio. Por su parte el saldo fiscal ha contribuido en casi 11 puntos al aumento de la ratio de deuda, en línea con lo ocurrido en las principales economías del entorno.

La Administración Central ha asumido la mayor parte del incremento de deuda al financiar mediante transferencias extraordinarias gran parte de los gastos asociados a la pandemia de coronavirus, por un lado, y no repercutir la caída de los ingresos fiscales en las entregas a cuenta de las CCAA de régimen común, por otro lado. De este modo, la ratio de deuda de las CCAA tan solo aumentó 3,4 puntos - hasta representar el 27,1% del PIB - de los cuales 2,6 puntos son atribuibles al efecto denominador.



Fuente: BDE, INE y elaboración propia

- 4 La crisis sanitaria ha marcado la evolución de los mercados financieros durante todo 2020. A finales del mes de febrero, las bolsas, las materias primas y los precios de los bonos registraron caídas muy rápidas y profundas, mientras que los índices de volatilidad, que miden el miedo y la incertidumbre, repuntaron a niveles de máximos históricos. Superada la incertidumbre de los primeros meses, se inició un periodo de consolidación y recuperación desigual entre activos y mercados. Los anuncios del pasado mes de noviembre sobre la efectividad y autorización de varias vacunas, junto con el exceso de liquidez y la aprobación de nuevos paquetes de estímulo han provocado fuertes subidas en el precio de los activos financieros, cotizando muchos de ellos en niveles superiores a los registrados antes de la crisis.

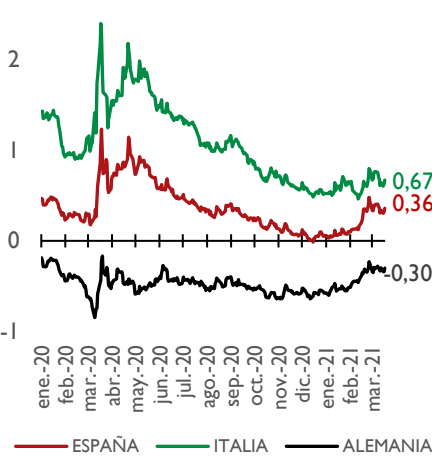


Fuente: Refinitiv

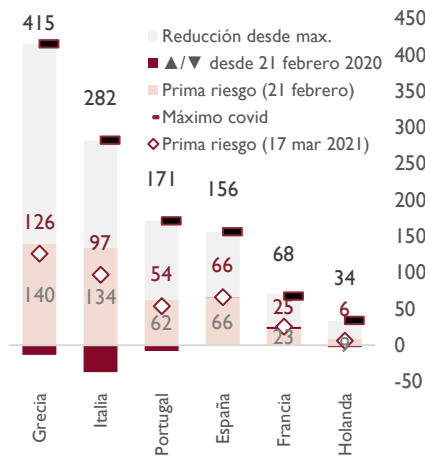
5 Los mercados de deuda soberana registraron un fuerte repunte de las rentabilidades en los primeros momentos de la crisis, principalmente en el caso de los llamados países “periféricos”. En concreto, la rentabilidad del bono español a 10 años repuntó más de 100 puntos básicos en apenas quince días. La rápida y contundente reacción del BCE en el mes de marzo con el anuncio del Programa de Compras de Emergencia de la Pandemia (PEPP) y sus posteriores ampliaciones ha evitado la fragmentación de los diferenciales de los bonos europeos. Los diferenciales de la deuda soberana han recuperado los niveles previos a la crisis sanitaria y la curva de rendimientos por plazos se ha situado incluso por debajo del nivel anterior a la pandemia, firmemente en territorio negativo para plazos inferiores a 5 años.

A pesar de la gravedad de la crisis, el apoyo a gran escala de la política monetaria ha contribuido a estabilizar las condiciones de financiación de la deuda, tanto soberana como corporativa, en un año donde los gobiernos europeos han emitido más de 1 billón de euros de deuda neta.

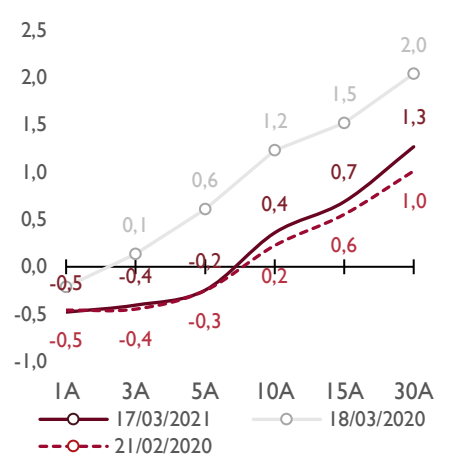
Rentabilidad 10 años deuda soberana (%)



Prima de riesgo desde feb-2020 (pb)



Curva española de tipos de interés (%)



Fuente: Refinitiv

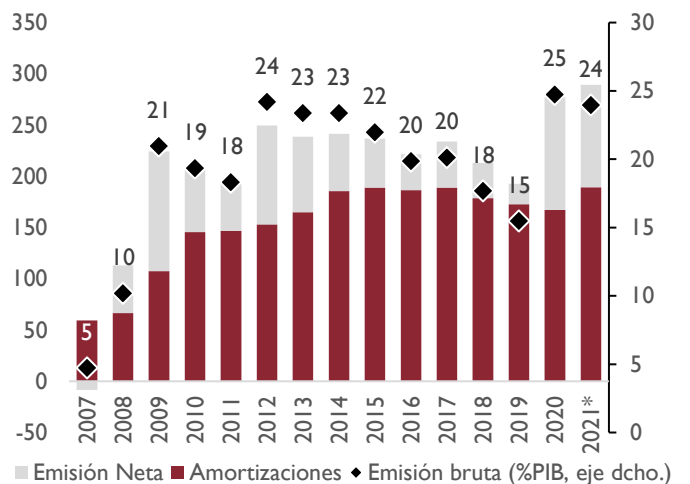
6 Las necesidades de financiación del Tesoro Público se incrementaron notablemente en 2020. Como resultado de las medidas de gasto discrecionales y de la evolución contracíclica de los estabilizadores automáticos, en mayo se revisó el programa anunciado a principios del año. La emisión bruta (277 mm€) registró en 2020 su máximo histórico tanto en términos monetarios como en relación con el PIB (25%). Para 2021 se estima un leve aumento de las necesidades de financiación bruta a pesar de la disminución de 10 mm€ de la emisión neta respecto a 2020, consecuencia del aumento de la refinanciación y un mayor uso de los instrumentos de corto plazo.

Tras el fuerte incremento de las necesidades de financiación experimentado como consecuencia de la crisis financiera global - que pasaron del 5% del PIB en 2007 a más del 20% en 2010 -, estas se han estabilizado (reducido en porcentaje del PIB) a lo largo de los siguientes años, incrementándose de manera brusca en 2020, hasta el 25%. De cara a los próximos años, se prevé que una disminución de las necesidades de financiación netas consecuencia de la normalización de la situación sanitaria que se verán en parte compensadas con las mayores amortizaciones asociadas a un nivel de deuda muy superior, lo que se traducirá en una estabilización de las necesidades de financiación brutas en términos monetarios, que se irán reduciendo en relación al PIB.

Financiación del Tesoro en 2020 y 2021 (mm€)

(miles de millones de euros)	Prev. inicial 2020	Ejecutado 2020	Previsión 2021
Financiación neta total	32,5	109,9	100,0
Financiación bruta total	196,5	277,1	289,1
<b>Medio y largo plazo</b>			
Financiación bruta	117,5	183,5	184,4
Del cual SURE	-	10,0	11,3
Amortización	85,0	85,0	94,4
Financiación neta	32,5	98,5	90,0
Del cual SURE	-	10,0	11,3
<b>Letras del Tesoro</b>			
Financiación bruta	79,0	93,6	104,8
Amortización	79,0	82,2	94,8
Financiación neta	0,0	11,4	10,0

Necesidades de financiación del Tesoro (mm€ y % PIB)

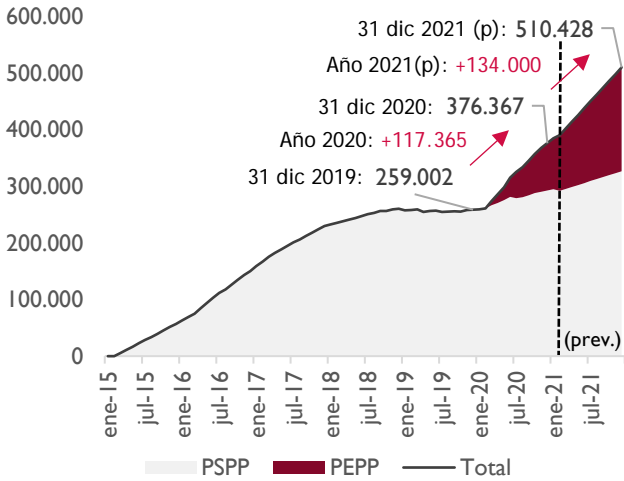


Fuente: Tesoro Público

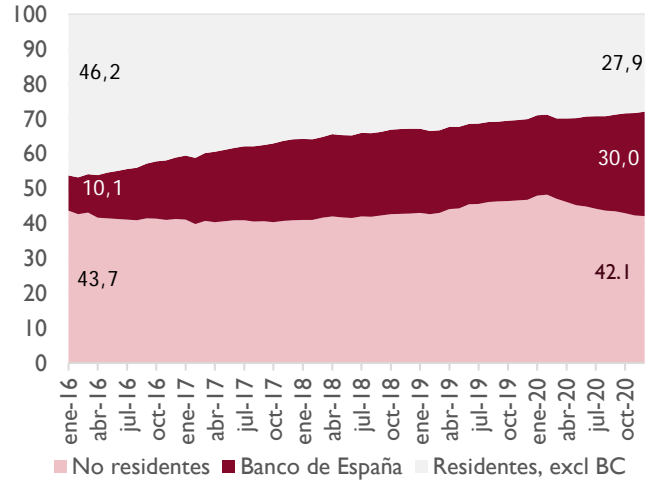
7 Los distintos programas de compras de activos públicos del BCE iniciados en 2015 e intensificados en 2020 han convertido al Banco de España en uno de los principales tenedores de la deuda pública española, incrementando su cuota de participación en el total de la deuda en 20 puntos en los últimos cinco años hasta el entorno del 30%. Este aumento de las tenencias ha supuesto un desplazamiento de parte de la base inversora residente, manteniéndose estable la inversión no residente en valores ligeramente superiores al 40%.

A lo largo de 2020 el BCE ha realizado compras netas de deuda española por un importe superior al 100% de las necesidades de financiación neta. Del mismo modo, se espera que en 2021 lleve a cabo compras por un importe superior a las necesidades netas del año.

Compras netas del BCE de deuda española (millones €)



Tenencias deuda del Estado por tipo de inversor (%)

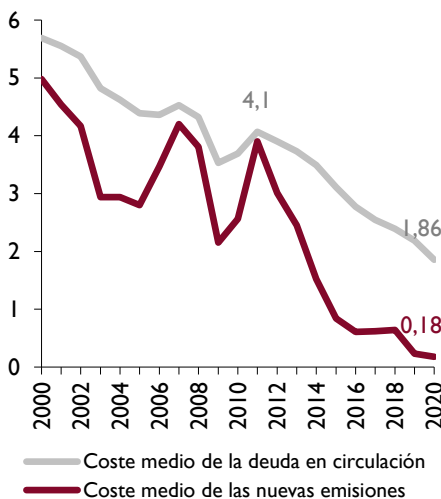


Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España

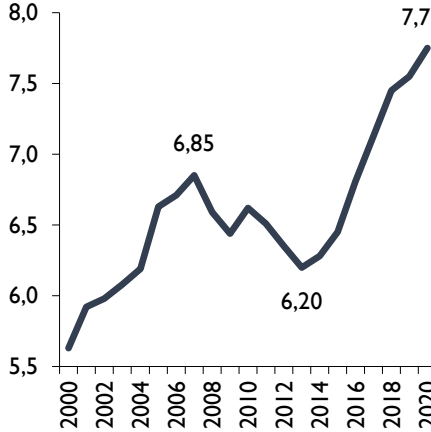
8 La caída global de los tipos de interés y el alargamiento de los vencimientos de la deuda han mitigado en los últimos años algunos de los riesgos que supone mantener altos niveles de endeudamiento. En 2020, a pesar de las mayores necesidades de financiación, se ha seguido reduciendo el coste de financiación, registrándose un nuevo mínimo histórico. En concreto, el coste medio de la Deuda del Estado en circulación se ha situado en el 1,86%, por debajo del 2,19% al que cerró 2019. El coste medio de las nuevas emisiones, por su parte, se ha reducido hasta el 0,18%, frente al 0,23% de 2019. A ello ha contribuido el hecho de que algo más del 50% de la deuda del Estado emitida a lo largo del año se adjudicara a tipos negativos, logrando rentabilidades mínimas históricas a lo largo de prácticamente toda la curva. Cabe destacar que a finales del año el Tesoro logró subastar una referencia a diez años a un tipo de interés negativo.

Gracias a todo lo anterior, la carga financiera del Estado se ha visto reducida por sexto año consecutivo, situándose el gasto por intereses a finales de 2020 en el 2,3% del PIB. Desde mediados de 2012 el coste efectivo de financiación de la deuda de las Administraciones Públicas se ha reducido de manera sistemática hasta un total acumulado de 210 puntos básicos, lo que ha permitido reducir el gasto en intereses tanto en valor absoluto como en porcentaje sobre el PIB - uno de los principales indicadores de la sostenibilidad de la deuda de un país -.

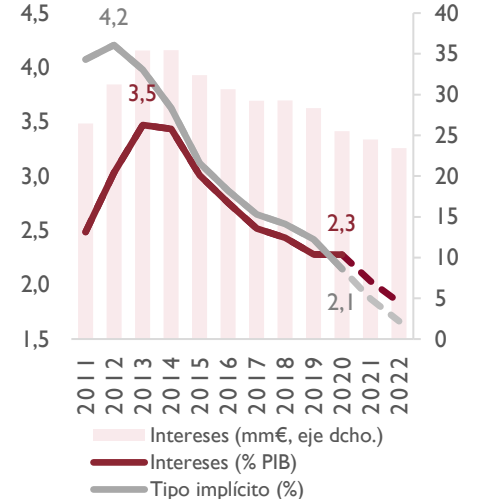
Coste medio de la deuda del Estado (%)



Vida media de la deuda del Estado (años)



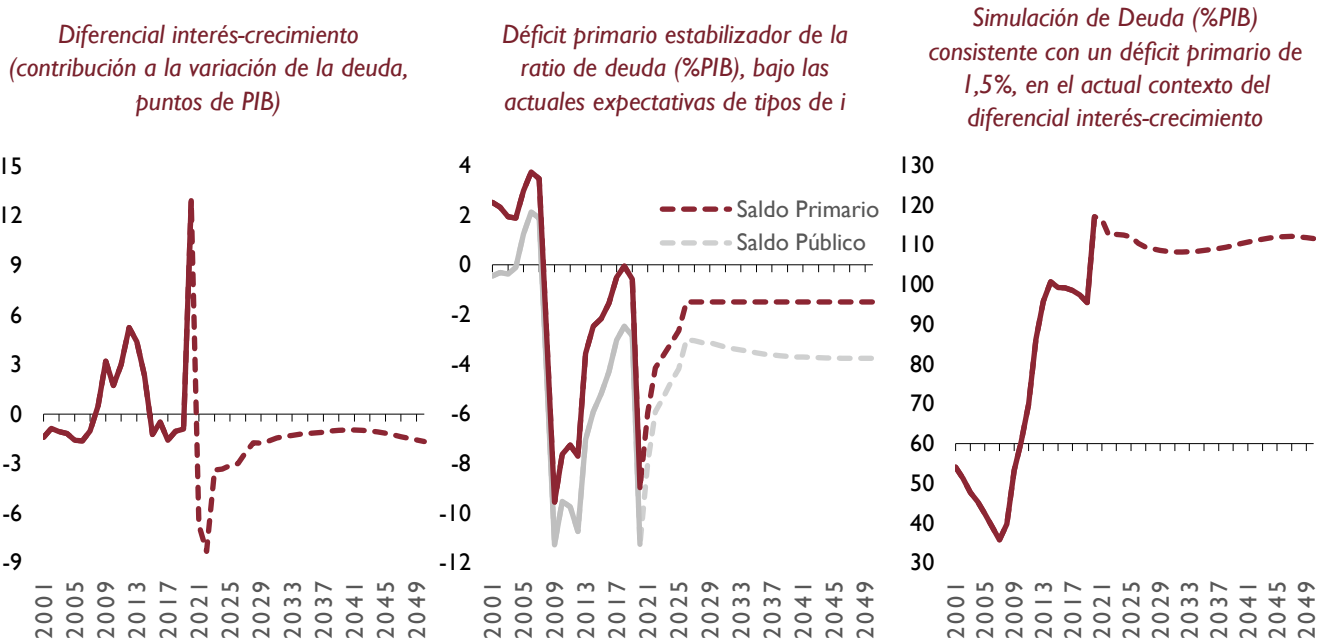
Carga financiera y tipo implícito de la deuda



Fuente: Tesoro Público, IGAE y elaboración propia

- 9 La previsión del mantenimiento del entorno actual de bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo favorece la dinámica de la ratio de deuda, ayudando a generar un efecto “bola de nieve” positivo a lo largo de los próximos años. Un diferencial negativo del tipo de interés sobre el crecimiento permite mantener estabilizada la ratio de deuda aun manteniendo un déficit primario estructural a medio plazo.

Las expectativas actuales de un entorno duradero de tipos de interés bajos ofrece un mayor margen de maniobra en el diseño de la estrategia de consolidación a medio plazo y permite en principio, abordar la vuelta al equilibrio presupuestario de una manera gradual y no lesiva para el crecimiento. Alcanzar un equilibrio presupuestario será fundamental para afrontar la presión sobre la deuda asociada al incremento del gasto en pensiones derivada del proceso de envejecimiento y evitar el mantenimiento del nivel de deuda por encima de un umbral, que según la literatura económica, pueden llevar asociado un impacto negativo sobre el crecimiento.

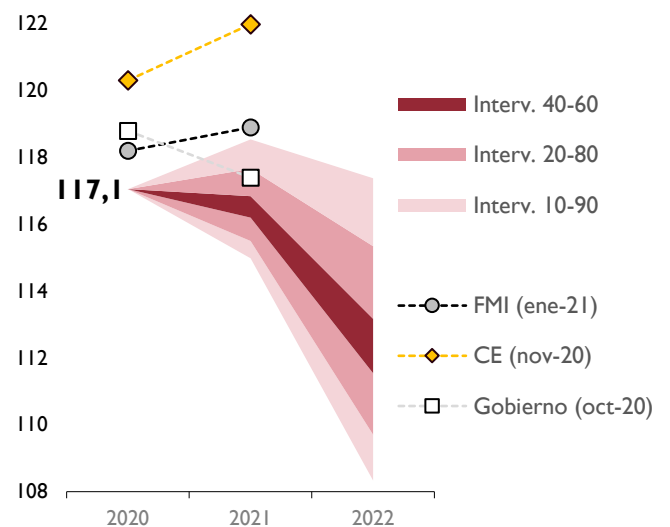


Fuente: Elaboración propia

- 10 El rebote de la actividad económica que se espera en los próximos trimestres, junto con el impulso del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia y la mejoría del componente cíclico del saldo público, proyectan una estabilización en 2021 y una reducción de la ratio de deuda en 2022.

Las estimaciones de los principales organismos internacionales sitúan la ratio de deuda por encima del rango de las proyecciones estocásticas de AIReF en 2021. Esto se debe principalmente a que en el momento de realizarse esas proyecciones no se conocía el dato final de 2020, que ha resultado ser entre dos y tres puntos inferior al inicialmente estimado. Por otro lado, la estimación del Gobierno para la ratio de deuda en 2021 del Proyecto de Presupuestos (117,4%) se considera factible.

Proyecciones estocásticas de deuda (% PIB) y previsiones del Gobierno y otros organismos internacionales



Fuente: FMI, CE, Gobierno y elaboración propia

11 La pandemia ha agudizado los desafíos asociados a los altos niveles de endeudamiento público, cuya sostenibilidad futura está fuertemente ligada a las políticas del Banco Central Europeo. La contundente y rápida actuación del organismo encargado de la política monetaria ha evitado el resurgimiento de cualquier tipo de duda sobre la sostenibilidad de los históricamente elevados niveles de deuda. La compra de activos públicos a través del Programa de Compras de Emergencia de la Pandemia (PEPP) ha cubierto la mayor parte de las necesidades de financiación extraordinarias de 2020 a la vez que ha logrado situar toda la curva de rendimientos en mínimos históricos, minimizando los diferenciales entre países de la zona euro.

Más allá de la normalidad en el funcionamiento actual de los mercados de deuda soberana, en el medio y largo plazo se dibujan riesgos y desafíos. Una vez que los instrumentos no convencionales como el PEPP hayan cumplido su función (está previsto que las compras netas cesen en el año 2022) y las perspectivas de inflación converjan hacia niveles superiores, los tipos de interés podrían repuntar hacia cotas más en línea con su tendencia histórica. El aumento de la vida media de la cartera de deuda supone cierta protección frente a posibles subidas de los tipos de interés que de producirse se trasladarían a la carga financiera efectiva de manera muy gradual a lo largo de varios años. No obstante, aumentos en los tipos de interés acabarían teniendo un impacto muy alto en la carga financiera a medio y largo plazo, dada la elevada acumulación de deuda.

Esta crisis ha elevado, aunque de manera no muy significativa, el riesgo de refinanciación. Las necesidades de financiación brutas crecerán en los próximos años al ir amortizando un mayor stock de deuda. De nuevo, también en este contexto la estrategia de alargamiento de la vida media de la cartera de deuda que ha venido implementando el Tesoro Público mitigará de manera adecuada este riesgo. En el largo plazo, la reducción de la deuda soberana del balance del BCE puede suponer un reto importante no exento de riesgos, al exigir el regreso de buena parte de la base inversora residente que se ha visto desplazada durante los últimos años.

Durante el año 2020 el Gobierno aprobó la puesta en marcha de dos líneas de avales por un importe conjunto de hasta 140 mm€ destinados a garantizar la financiación concedida a autónomos y empresas españolas afectados por los efectos económicos de la COVID-19, lo que ha supuesto un aumento considerable de los pasivos contingentes. A finales de febrero de 2021 las Líneas de Avales COVID19 habían desplegado avales por importe superior a 90 mm€. Aunque existe un riesgo significativo de ejecución de parte de estos avales, el impacto de la materialización de estos pasivos contingentes en la deuda pública es limitado y no pone en peligro, por sí misma, su sostenibilidad (ver [Observatorio de noviembre de 2020](#)).

En cambio, el aumento del gasto sanitario y del gasto en pensiones como consecuencia del envejecimiento de la población es uno de los principales riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio plazo. Un mayor gasto estructural que no sea cubierto con ingresos adicionales conllevará un incremento muy significativo del endeudamiento desde unos niveles históricamente ya muy elevados.

### Matriz de riesgos

	Corto plazo		Medio/largo plazo	
	Probabilidad ocurrencia	Impacto en deuda pública	Probabilidad ocurrencia	Impacto en deuda pública
Riesgo de refinanciación	Muy bajo	Medio	Bajo	Medio
Riesgo de tipo de interés	Medio-bajo	Bajo	Medio-alto	Medio-alto
Pasivos contingentes por avales	Medio	Bajo	Medio-alto	Medio-bajo
Pasivos contingentes envejecimiento poblacional	Medio-bajo	Medio-bajo	Alto	Alto