

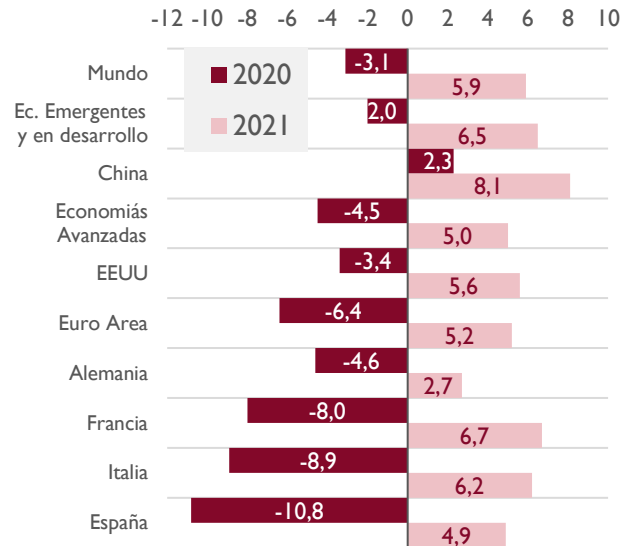
- *El año 2022 ha comenzado con perspectivas de recuperación económica global menos vigorosas de lo inicialmente previsto, escenario que se ha agravado con el inicio de la guerra en Ucrania.*
- *Las expectativas de inflación permanecen ancladas pero la persistencia en las tensiones de precios, intensificadas tras el inicio del conflicto armado, puede desatar espirales alcistas y efectos de segunda ronda, que complicarían el diseño de la política monetaria en un entorno de deterioro de las previsiones de crecimiento a nivel global.*
- *En este contexto tan complejo, la ratio española de deuda sobre PIB se situó a finales de 2021 en el 118,7%, lo que supone una reducción de 1,3 puntos en el año. Aunque este nivel de cierre de 2021 supone una mejoría respecto a todas las previsiones, tanto de organismos nacionales como internacionales, hay que destacar que supone un incremento de 23,1 puntos respecto al nivel previo a la pandemia.*
- *La Administración Central y los Fondos de la Seguridad Social han asumido el 90 por ciento del incremento de deuda de los dos últimos años (20,9 puntos) al financiar la mayor parte de los gastos asociados a la pandemia.*
- *A corto plazo, las previsiones macro-fiscales publicadas por AIReF en enero proyectan una disminución en la ratio de deuda sobre PIB de 4,9 puntos sobre el nivel registrado en 2021, situando la ratio en el 113,8% en el año 2023.*
- *Esta previsión está en línea con la previsión del 115,1% presentada por el Gobierno en el borrador de Plan Presupuestario para 2022. Las proyecciones de los organismos internacionales presentan un perfil similar de reducción de la ratio de deuda para los próximos dos años, aunque desde un punto de partida algo superior al finalmente registrado en el cierre de 2021.*
- *La reducción de la ratio vendrá sustentada principalmente por el crecimiento económico ya que el persistente déficit seguirá contribuyendo de manera sustancial al incremento de la deuda a pesar de la reducción de la carga financiera.*
- *A pesar del aumento de las necesidades de financiación el coste de la deuda ha continuado reduciéndose, registrando un nuevo mínimo histórico, y situando por primera vez el coste medio de las emisiones realizadas por el Tesoro en el conjunto del año en terreno negativo.*
- *Los bajos tipos de emisión han permitido reducir y estabilizar la carga financiera a pesar de haberse incrementado notablemente el endeudamiento. El actual entorno de bajos tipos de interés sigue favoreciendo la dinámica de la ratio de deuda en el largo plazo, ayudando a generar un efecto “bola de nieve” positivo a lo largo de los próximos años.*
- *En el corto plazo los modelos de AIReF proyectan el mantenimiento de esta tendencia de leve reducción de la carga financiera y de los tipos medios de la deuda.*

- Las últimas reuniones del Consejo de Gobierno del BCE señalan hacia cierta retirada de los estímulos a través de la finalización de los programas de compras como el PEPP, aunque dejando la puerta abierta a calibrar este tipo de herramientas no convencionales según el devenir de la situación económica.
- El nuevo escenario de crisis abierto tras la invasión de Ucrania puede alterar el ritmo en el proceso de normalización de las condiciones monetarias que se esperaban a lo largo de 2022 tras el fuerte repunte de la inflación a nivel global que ha batido mes tras mes todas las previsiones, cuestionando el carácter transitorio de la misma.
- Los mercados financieros han comenzado el año ajustándose a este nuevo escenario de elevada inflación y previsible subidas de tipos de interés, favoreciendo una corrección en la renta variable y un ascenso de la rentabilidad en todos los tramos de la deuda soberana. No obstante, con el inicio de la invasión de Ucrania, los mercados financieros han comenzado a reevaluar las perspectivas de la política monetaria, registrando fuertes caídas en la rentabilidad de la deuda soberana, impulsadas por su carácter de activo refugio.
- La rentabilidad del bono español a 10 años se sitúa en el entorno del 1% a cierre de este Observatorio lo que supone un incremento de casi 60 pb en los últimos tres meses. El diferencial del bono español e italiano a 10 años con el alemán (prima de riesgo) se ha ampliado 30 y 40 puntos respecto a la media del último año, hasta los 100 y 155 puntos básicos respectivamente. El bono a 10 años de EE.UU., que ha llegado a superar el nivel del 2%, se sitúa en el entorno del 1,85%, mientras que el alemán ha vuelto a cotizar en terreno negativo tras un mes cotizando en positivo.
- Tras un año 2021 con unos tipos de interés cercanos a los mínimos históricos, la curva de tipos de la deuda soberana se sitúa próxima a valores máximos de los dos últimos años, en el entorno de los niveles de estrés registrados al inicio de la pandemia. No obstante, desde una perspectiva histórica los tipos de interés pueden considerarse bajos.
- Para 2022 el Tesoro Público propone un programa de financiación similar al del pasado ejercicio, manteniendo el objetivo de emisiones netas en los 75.000 millones de euros observados al cierre de 2021. En 2022 el Tesoro Público volverá a contar con los fondos Next Generation UE como fuente de financiación adicional.
- De cara a los próximos años, se prevé una estabilización de las necesidades de financiación brutas en términos monetarios, que se irán reduciendo en relación al PIB. La deuda del Estado presenta un riesgo de refinanciación bajo con un perfil de vencimientos bien distribuido a lo largo de los próximos años, con vencimientos moderados en el corto plazo y una distribución granular en el medio y largo plazo.
- A lo largo de los últimos años el BCE ha realizado compras netas de deuda española por un importe superior al 100% de las necesidades de financiación neta, lo que ha contribuido a preservar unas condiciones de financiación de la deuda pública muy favorables. El Banco de España se ha convertido en uno de los principales tenedores de la deuda pública española, incrementándose en 25 puntos su cuota de participación en el total de la deuda en los últimos cinco años hasta el entorno del 35%.
- En cuanto a los riesgos para la sostenibilidad, la invasión de Ucrania eleva el riesgo de un escenario de estanflación en la Unión Europea, donde la elevada inflación podría tornarse más persistente, desatando espirales alcistas y efectos de segunda ronda que complicarían el proceso de normalización de la política monetaria.

- *En el corto plazo, un repunte de los tipos de interés de la deuda soberana tendría un impacto limitado en el gasto en intereses debido a la elevada vida media de la cartera. En el medio y largo plazo un entorno de tipos bajos será imprescindible para aliviar el esfuerzo fiscal necesario para que la deuda pública se mantenga en una trayectoria descendente.*
- *El aumento de los pasivos contingentes a través de las Líneas de Avals supone un riesgo en el corto y medio plazo, aunque su impacto es limitado.*
- *El previsible 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 y largo plazo.*

El año 2022 ha comenzado con perspectivas de recuperación económica global menos vigorosas de lo inicialmente previsto, escenario que se ha agravado con el inicio de la guerra en Ucrania. Tras la contracción del PIB mundial en 2020 (-3.1%) y el rebote de 2021 (5.9%) se prevé una moderación del crecimiento en 2022 (4.4%) y 2023 (3.8%) (WEO de enero 2022). Este menor dinamismo asociado a la viralidad de la variante Ómicron del COVID-19 y la fragilidad del sector inmobiliario chino se ha agravado tras el inicio del conflicto bélico en Ucrania de impredecibles consecuencias. Así mismo se espera que la inflación tenga cierta continuidad en tanto persistan los cuellos de botella en las cadenas globales de valor y las tensiones en los mercados energéticos.

Crecimiento real, tasa anual (%)

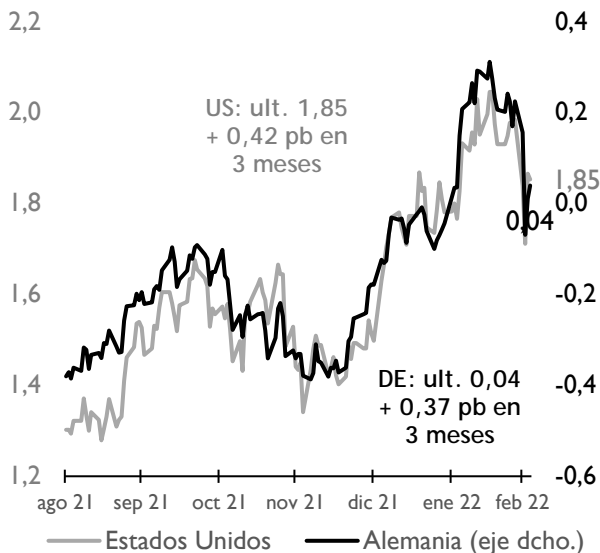


Fuente: FMI (WEO ene 2022)

Las expectativas de inflación permanecen ancladas pero la persistencia en las tensiones de precios puede desatar espirales alcistas y efectos de segunda ronda. Los mercados financieros comenzaron el año ajustándose a un nuevo escenario de elevada inflación y previsible subidas de tipos de interés, favoreciendo una corrección en la renta variable y un ascenso de la rentabilidad en todos los tramos de la deuda soberana. No obstante, con el inicio de la invasión de Ucrania, los mercados financieros han comenzado a reevaluar las perspectivas de la política monetaria, registrado fuertes caídas en la rentabilidad de la deuda soberana, impulsadas por su carácter de activo refugio. El escenario económico ha cambiado de forma radical para los principales bancos centrales. Tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) incorporarán en sus próximas reuniones de política monetaria (16 y 10 de marzo respectivamente) un factor ajeno a su control capaz de modificar sus respectivas hojas de ruta: la guerra e invasión de Rusia en Ucrania.

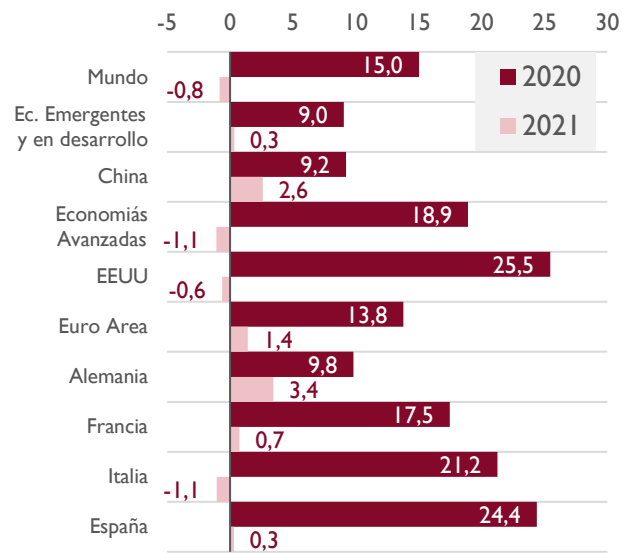
Las consecuencias económicas de la pandemia han sido mitigadas por la combinación de la relajación monetaria y el apoyo fiscal lo que ha conducido a una severa acumulación de deuda. Por ejemplo, la ratio de deuda pública en el área euro se incrementó en torno a 15 puntos hasta el 100% en 2021. En el último año se observa un perfil de estabilización en las ratios de deuda tras el fuerte incremento experimentado en 2020 debido al rebote de la actividad económica y la cierta mejoría del componente cíclico del saldo público.

Rentabilidad del bono a 10 años (%), 3 de marzo



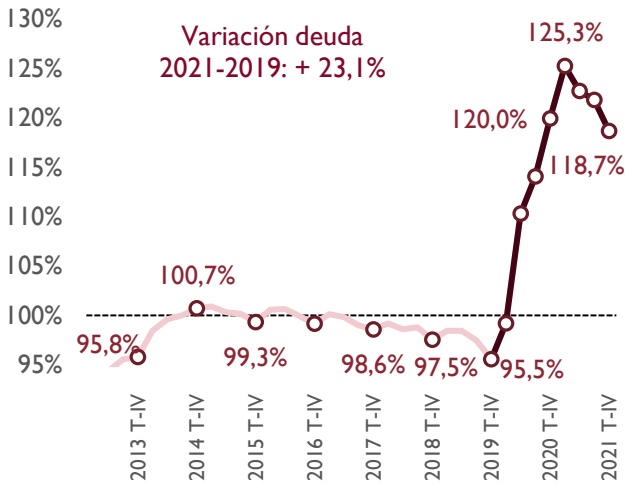
Fuente: Refinitiv

Incremento de deuda (% PIB)



Fuente: FMI (Fiscal Monitor oct 2021)

Deuda (PIB), evolución trimestral



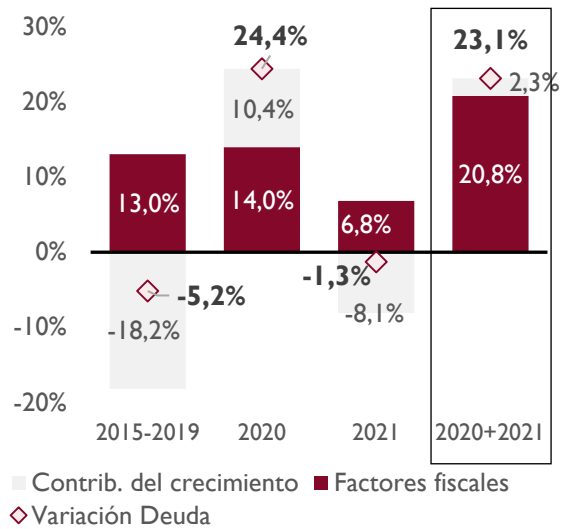
Fuente: INE y Banco de España

La ratio española de deuda sobre PIB se situó a finales de 2021 en el 118,7%, lo que supone una reducción de 1,3 puntos en el año y un incremento de 23,1 puntos respecto al nivel previo a la pandemia. En términos monetarios la deuda pública ha continuado creciendo en 2021 hasta alcanzar los 1,428 billones de euros. Sin embargo, el ritmo de crecimiento de la deuda ha sido inferior al del PIB nominal, lo que ha supuesto una reducción de la ratio de deuda pública. El perfil trimestral muestra tres trimestres consecutivos de reducción de la ratio tras cinco trimestres de aumento, reduciéndose 6,6 puntos desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (125,3%).

La ratio de deuda finalmente registrada en 2021 (118,7%) ha mejorado las distintas previsiones realizadas tanto por organismos internacionales - Comisión Europea (120,6%), FMI (120,4%), OCDE (120,1%) - como por los nacionales - Gobierno de España (119,5%), Banco de España (120,4%) y la AIReF (119,8%).

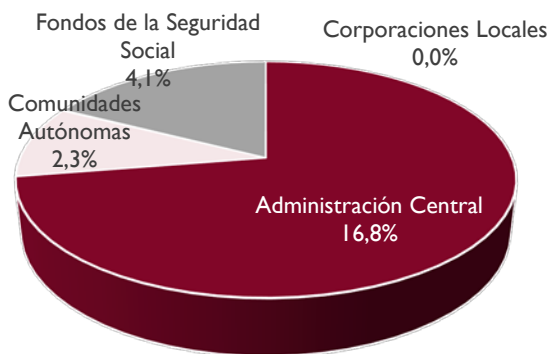
Tras el fuerte incremento provocado por la pandemia la ratio de deuda muestra una estabilización. Cierta reducción del elevado déficit público derivado de la crisis sanitaria junto con el rebote de la actividad ha provocado la estabilización de la ratio de deuda en 2021 tras el fuerte incremento de 2020. En el conjunto del periodo 2020-2021 todavía pesa levemente la contribución negativa del crecimiento (2,3 puntos), denominador de la ratio, mientras que el 90% del aumento del periodo viene determinado por el déficit público y el ajuste stock-flujo (20,8 puntos).

Contribución a la variación de la deuda (%PIB)



Fuente: AIReF

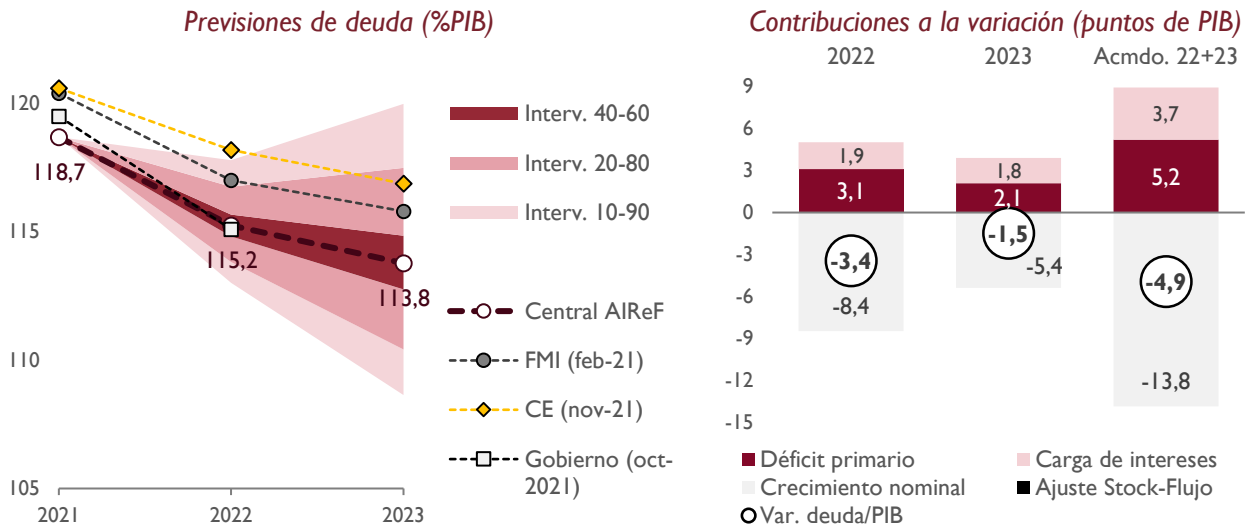
Incremento de deuda (%PIB) entre 2021 y 2019 por subsectores



Fuente: Banco de España

La Administración Central y los Fondos de la Seguridad Social han asumido el 90 por ciento del incremento de deuda de los dos últimos años (20,9 puntos) al financiar la mayor parte de los gastos asociados a la pandemia. Las transferencias extraordinarias y la no repercusión de la caída de los ingresos fiscales en las entregas a cuenta a las CCAA de régimen común han amortiguado el aumento de la ratio de deuda de las CCAA, que se ha incrementado en tan solo 2,3 puntos - hasta el 26% del PIB - de los cuales 0,8 puntos son atribuibles al efecto denominador. Por su parte, las Corporaciones Locales no vieron incrementada su deuda.

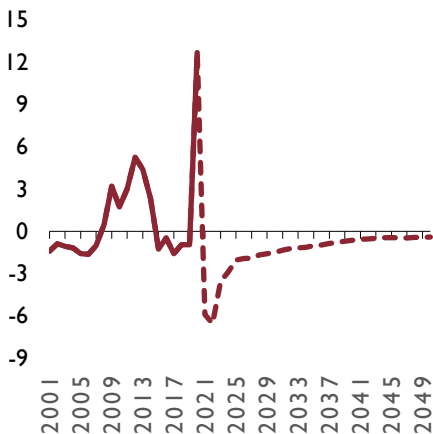
A corto plazo, las previsiones macro-fiscales publicadas por AIReF en enero proyectan una disminución en la ratio de deuda sobre PIB de 4,9 puntos sobre el nivel registrado en 2021, situando la ratio en el 113,8% en el año 2023. En el primer trimestre de 2021 la ratio de deuda registró un máximo histórico (125,3%), lo que según las previsiones de AIReF supondrá el techo tras el cual se ha iniciado una senda descendente que ha situado la ratio en el 118,7% del PIB a finales de 2021, y que la situará previsiblemente en el entorno del 115,2% y 113,8% a finales de 2022 y 2023 respectivamente. Esta previsión está en línea con la presentada por el Gobierno en el borrador de Plan Presupuestario para 2022 del 115,1%. Las proyecciones de los organismos internacionales presentan un perfil similar de reducción de la ratio de deuda para los próximos dos años, (el FMI estima una reducción de 4,6 puntos y la Comisión Europea de 3,7), aunque desde un punto de partida algo superior al finalmente registrado en el cierre de 2021. La reducción de la ratio vendrá sustentada principalmente por el crecimiento económico ya que el persistente déficit seguirá contribuyendo de manera sustancial al incremento de la deuda a pesar de la reducción de la carga financiera.



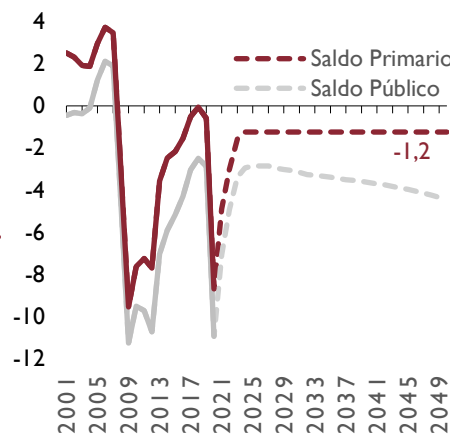
Fuente: AIReF, FMI, Comisión Europea y Gobierno

El actual entorno de bajos tipos de interés en términos históricos sigue favoreciendo la dinámica de la ratio de deuda en el largo plazo, 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 cierto déficit primario estructural a medio plazo. Este entorno de bajos tipos de interés ofrece un mayor margen de maniobra en el diseño de la estrategia de consolidación a medio plazo, permitiendo en principio, abordar la vuelta al equilibrio presupuestario de una manera gradual. Alcanzar el equilibrio presupuestario será fundamental para generar espacio fiscal suficiente para afrontar retos futuros como la presión asociada a la dinámica de envejecimiento de la población.

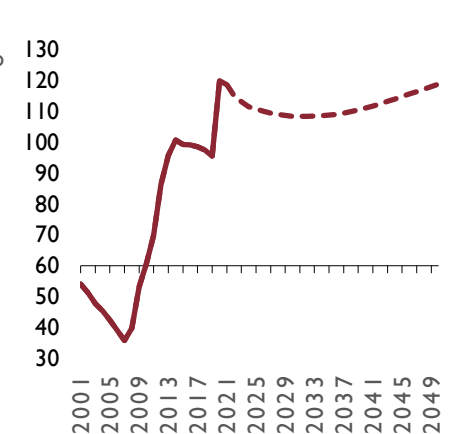
Proyección del diferencial interés-crecimiento (contribución a la variación de la deuda, puntos de PIB)



Déficit primario estabilizador de la ratio de deuda (%PIB), bajo las actuales expectativas de tipos de interés

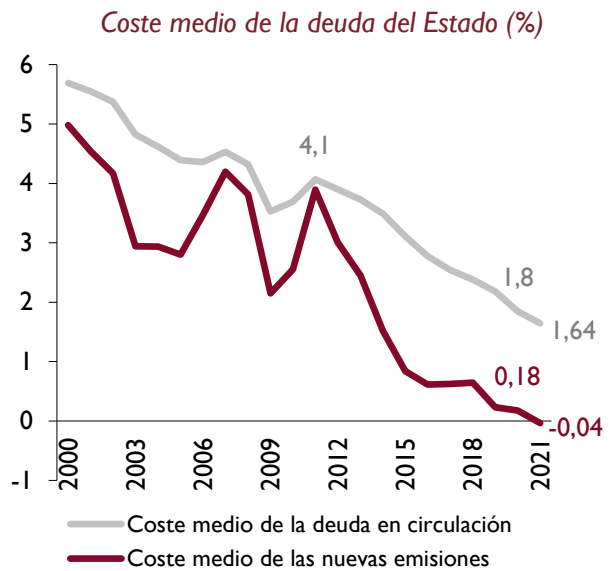


Simulación de Deuda (%PIB) consistente con un déficit primario de 1,2%, en el actual contexto del diferencial interés-crecimiento

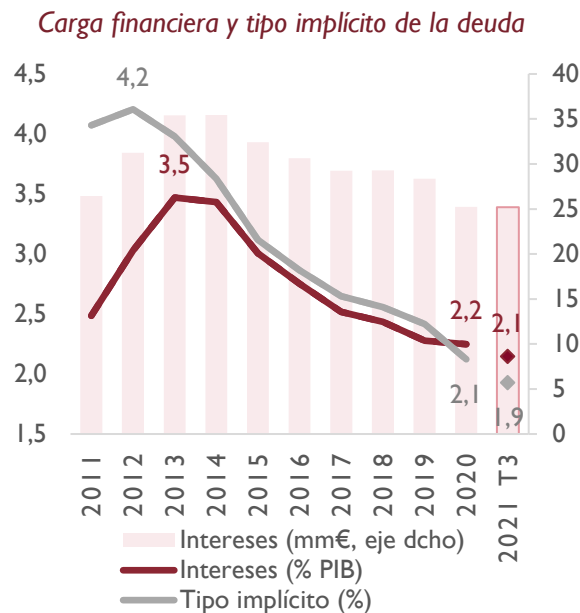


Fuente: AIReF

A pesar del aumento de las necesidades de financiación, el coste de la deuda ha continuado reduciéndose, registrándose un nuevo mínimo histórico. Por primera vez el coste medio de las emisiones realizadas por el Tesoro en el conjunto del año se ha situado en terreno negativo. Las bajas rentabilidades registradas en todos los plazos de emisión de deuda soberana, cercanas a sus mínimos históricos, ha situado por primera vez el tipo medio de las nuevas emisiones en terreno negativo. El Tesoro Público ha colocado en 2021 más del 60% de sus emisiones de deuda a tipos negativos. Esto ha permitido mantener la senda de reducción del coste medio de financiación y alcanzar un nuevo mínimo histórico. En concreto, el coste medio de las nuevas emisiones se ha reducido en 2021 hasta el -0,04%, desde el 0,18% de finales de 2020, lo que ha propiciado que el coste medio de toda la cartera de deuda del Estado se haya situado en esa fecha en el 1,64%, por debajo del 1,86% en el que cerró 2020.



Fuente: Tesoro Público



Fuente: IGAE, INE, Banco de España y AIReF

Los bajos tipos de emisión han permitido reducir y estabilizar la carga financiera a pesar de haberse incrementado notablemente el endeudamiento. El gasto por intereses se ha situado en el tercer trimestre de 2021 en el 2,1% del PIB, por debajo del valor de cierre de 2020, aunque en términos absolutos la acumulación de los últimos cuatro trimestres permanece estabilizada en los 25,2 miles de millones de cierre de 2020. Por su parte, el tipo implícito continúa con la senda de reducción iniciada en 2012, situándose en septiembre en el 1,9%.

En el corto plazo los modelos de AIReF proyectan el mantenimiento de esta tendencia de leve reducción de la carga financiera y de los tipos medios de la deuda. La emisión de deuda a tipos de interés similares (o ligeramente superiores) a los registrados a lo largo de 2021 permitirá seguir reduciendo el tipo medio de la cartera, estabilizando el gasto por intereses en nivel absoluto a pesar del mayor stock de deuda, lo que supondrá una leve reducción como porcentaje del PIB.

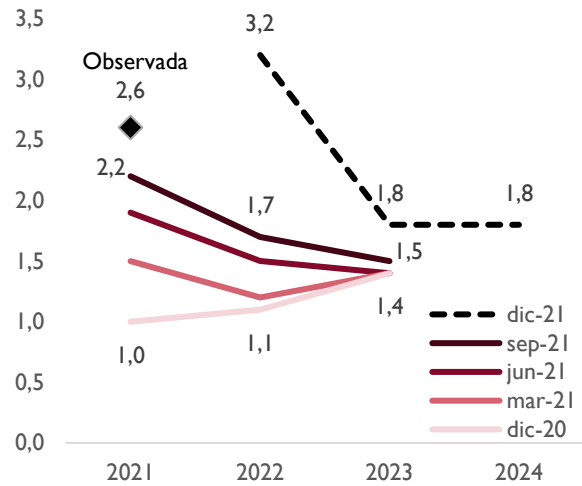
La reactivación económica junto con el alza del precio del petróleo y otras materias primas, unido a problemas en las cadenas de suministro han generado un aumento de precios que ha superado ampliamente las previsiones iniciales. El fuerte repunte de la inflación a nivel global sigue sorprendiendo al alza, batiendo mes tras mes todas las previsiones, cuestionando su carácter transitorio. La tasa interanual de inflación de la zona euro se situó en febrero en el 5,8%, lo que supone la cifra más alta de la serie histórica, que arranca en 1997. El aumento de precios ha sorprendido a las autoridades monetarias, que han ido revisando continuamente al alza sus previsiones. El BCE infraestimó en 1,6 puntos su previsión para 2021. Recientemente ha revisado en 1,5 puntos su previsión de inflación para 2022, situándola en el 3,2%. El organismo encargado de la política monetaria espera una inflación más alta durante un periodo más largo, pero sigue anclando sus expectativas en el medio plazo en el entorno del 1,8%. La inflación subyacente también ha repuntado desde su nivel más bajo alcanzado a finales de 2020, situándose por encima del 2%, objetivo de estabilidad de precios. Cabe esperar que las previsiones y niveles de inflación empeoren en los próximos meses como consecuencia del conflicto armado.

Inflación armonizada de la zona euro



Fuente: Eurostat

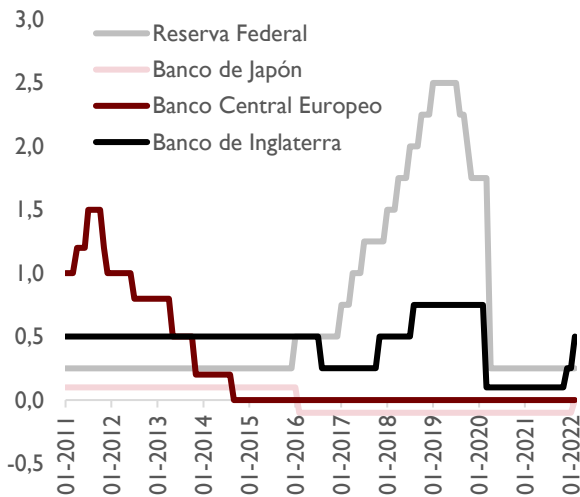
Previsiones de inflación europea del BCE



Fuente: Banco Central Europeo

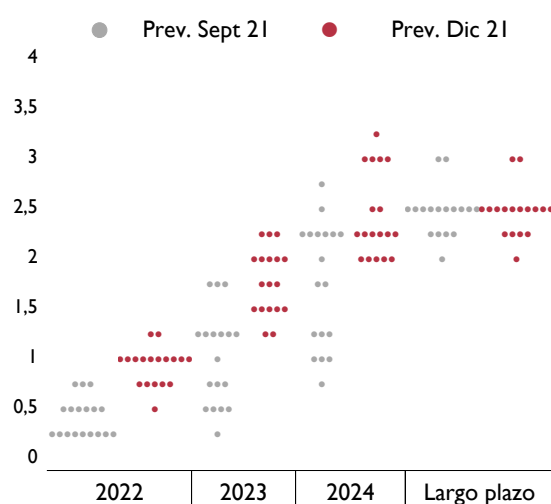
El nuevo escenario de crisis abierto tras la invasión de Ucrania puede alterar la normalización de las políticas monetarias que se esperaba a lo largo de 2022. Las autoridades monetarias de todo el mundo ya han comenzado la retirada progresiva de estímulos e incluso algunos como el Banco de Inglaterra ya ha subido los tipos de interés cerca de medio punto. La Reserva Federal de Estados Unidos, tal como se puede comprobar en su *dot plot*, ya descuenta las primeras subidas de tipos para los próximos años. El contexto de gran incertidumbre que se abre tras la invasión de Ucrania puede alterar la hoja de ruta de las autoridades monetarias.

Tipos de interés oficiales



Fuente: Bancos Centrales de EEUU, Euro, Japón e Inglaterra

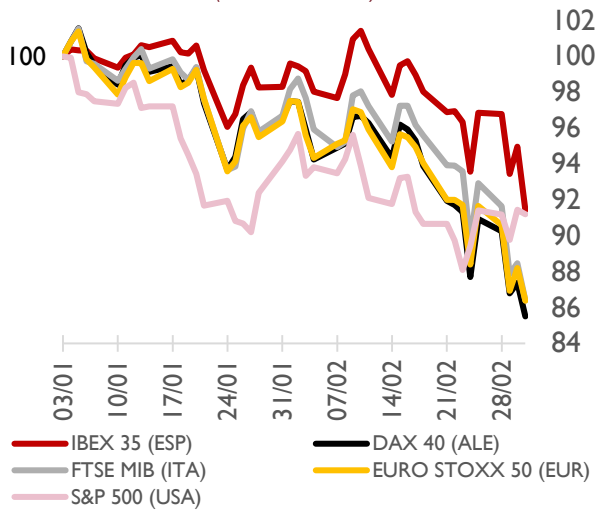
FED dot plot ()*



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos

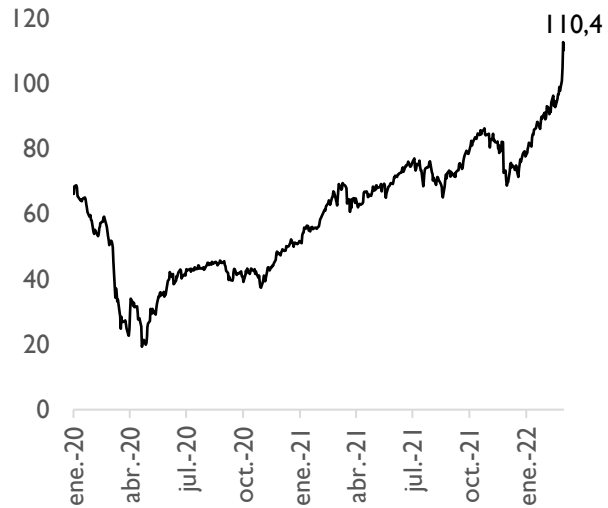
(*) El "dot plot" es un gráfico que utiliza la Reserva Federal para señalar las perspectivas de los distintos miembros que integran la Fed sobre la trayectoria de los tipos de interés

Evolución de los índices bursátiles en el año (1 enero=100)



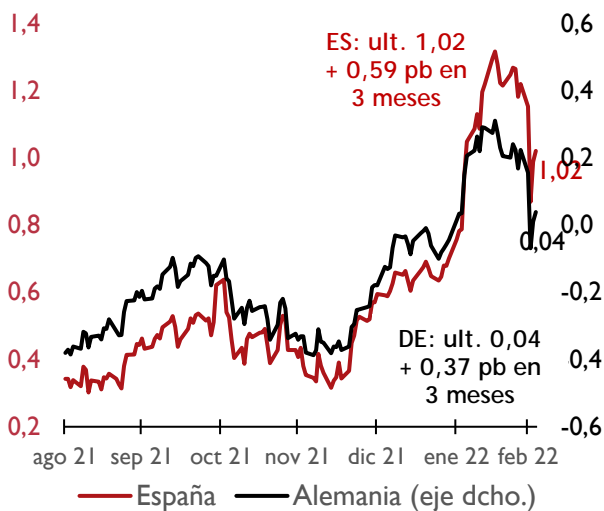
Fuente: Refinitiv

Precio petróleo (Brent, USD), 3 de marzo



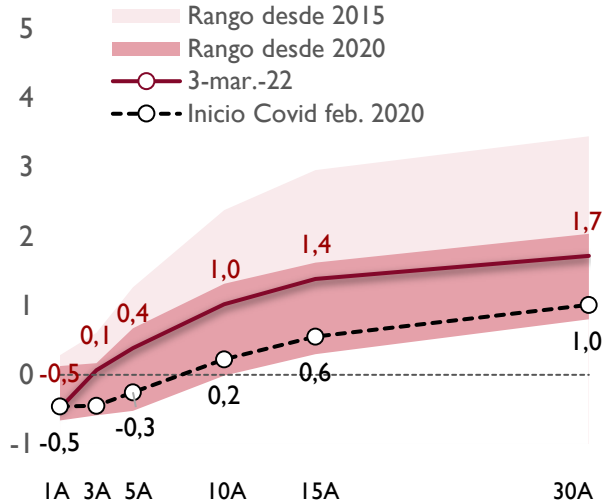
Los mercados financieros han comenzado el año ajustándose al nuevo escenario de elevada inflación y previsible subidas de tipos de interés favoreciendo una corrección en la renta variable y un ascenso de la rentabilidad en todos los tramos de la deuda soberana. No obstante, en las últimas sesiones y con el inicio de la invasión de Ucrania la deuda pública ha actuado como activo refugio con caídas en su rentabilidad. La posibilidad de que el episodio de inflación tenga un carácter más permanente por la persistencia en las tensiones de precios que pueden desatar espirales alcistas y efectos de segunda ronda ha puesto el foco de atención de los mercados financieros en los datos de inflación, los precios de la energía y en las declaraciones de los distintos miembros de los principales bancos centrales. Los tipos de interés de largo plazo de la deuda soberana de máxima calidad crediticia han iniciado una tendencia alcista, interrumpida de momento por el carácter de refugio de esta clase de activos en situaciones de gran incertidumbre y la revaluación en las perspectivas de la política monetaria. El bono a 10 años de EE.UU. que ha llegado a superar el nivel del 2% se sitúa en el entorno del 1,85%, mientras que el alemán ha vuelto a cotizar en terreno negativo tras un mes cotizando en positivo. La rentabilidad del bono español a 10 años se sitúa en el entorno del 1%, lo que supone un incremento de casi 60 pb en los últimos tres meses. El diferencial del bono a 10 años español e italiano con el alemán (prima de riesgo) se ha ampliado 30 y 40 puntos respecto a la media del último año, hasta los 100 y 155 puntos básicos respectivamente.

Rentabilidad del bono a 10 años (%), 3 de marzo



Fuente: Refinitiv

Curva española de tipos de interés (%)



La curva de tipos de interés de la deuda soberana se sitúa próxima a los valores de máximos de los dos últimos años, en el entorno de los niveles de estrés registrados al inicio de la pandemia. Tras un año 2021 con unos tipos de interés cercanos a los mínimos históricos, la curva de rendimientos de la deuda soberana se sitúa en valores cercanos a los máximos de los dos últimos años, aunque desde una perspectiva histórica los tipos de interés pueden considerarse bajos.

Para 2022 el Tesoro Público propone un programa de financiación similar al del pasado ejercicio, manteniendo el objetivo de emisiones netas en los 75.000 millones de euros observados al cierre de 2021. El menor volumen de amortizaciones implicará una reducción del 10% de las emisiones brutas en 2021. Con respecto a 2020, la emisión neta se reducirá un 31,8% y la emisión bruta un 14,3%. La estrategia de financiación del Tesoro plantea que toda la financiación neta se obtendrá a través de la emisión de instrumentos a medio y largo plazo, con una emisión neta negativa de los instrumentos a corto.

En 2022 El Tesoro Público volverá a contar con los fondos *Next Generation UE* como fuente de financiación adicional. En concreto, los Presupuestos Generales de Estado para el próximo año prevén unos ingresos de 20.225 millones de euros provenientes de este instrumento.

De cara a los próximos años, se prevé una estabilización de las necesidades de financiación brutas en términos monetarios, que se irán reduciendo en relación al PIB. 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 una disminución de las necesidades de financiación netas consecuencia de la normalización de la situación sanitaria. Esta disminución se verá en parte compensada por 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.

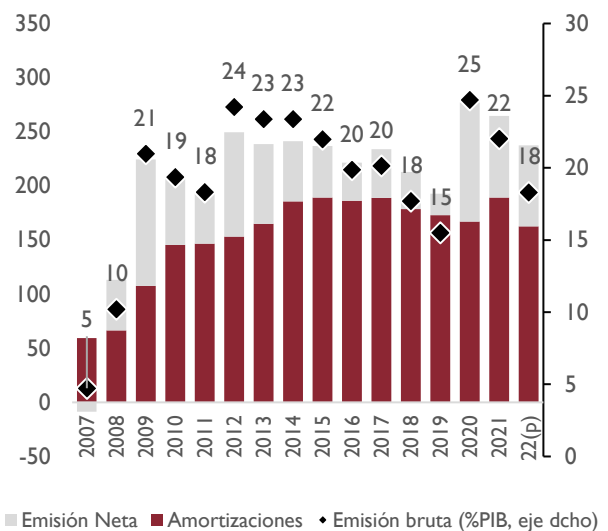
La deuda del Estado presenta un riesgo de refinanciación bajo. El perfil de vencimientos de la deuda del Estado muestra unas necesidades de financiación bien distribuidas a lo largo de los próximos años, con vencimientos moderados en el corto plazo y una distribución granular en el medio y largo plazo, sin concentración de vencimientos en ningún año.

Financiación del Tesoro en 2021 y 2022 (mm€)

(miles de millones de euros)	Prev. inicial 2021	Ejecutado 2021	Previsión 2022
Financiación neta	100,0	75,3	75,0
Financiación bruta	289,1	264,3	237,5
Medio y largo plazo			
Financiación bruta	184,4	169,9	148,1
Amortización	94,4	94,4	68,1
Financiación neta	90,0	75,5	80,0
Letras del Tesoro			
Financiación bruta	104,8	94,4	89,4
Amortización	94,8	94,8	94,4
Financiación neta	10,0	-0,3	-5,0

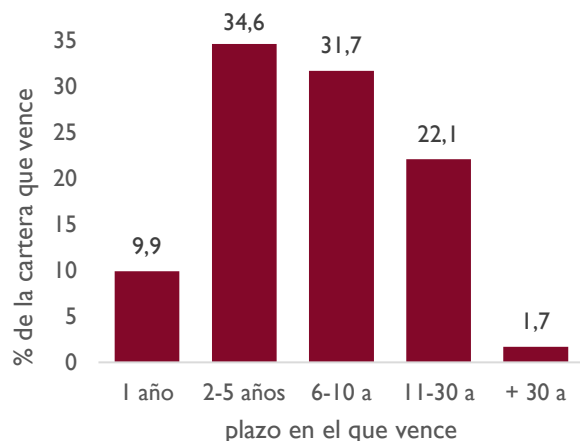
Fuente: Tesoro

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



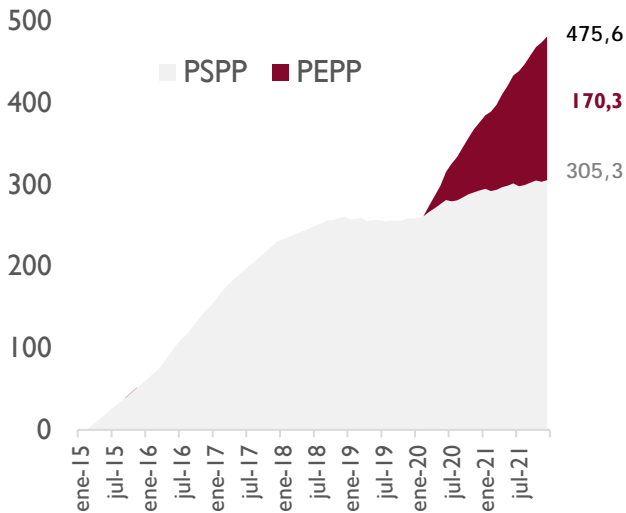
Fuente: Tesoro y AIReF

Perfil de vencimientos de la deuda del Estado (ene-21) (porcentaje de la cartera y plazo de vencimiento)



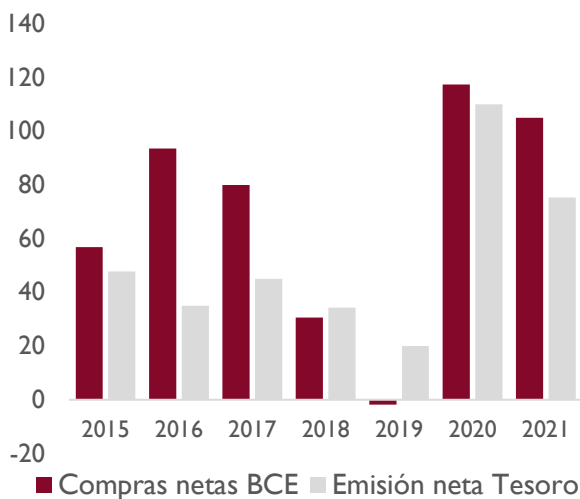
Fuente: Tesoro y AIReF

Compras netas acumuladas por el BCE de deuda española (mm€), 31 de diciembre



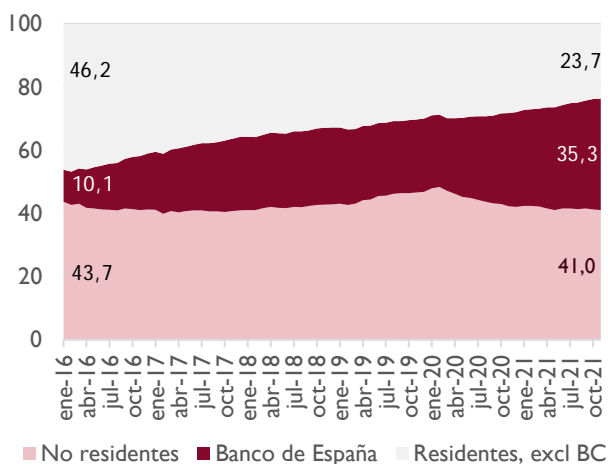
Fuente: BCE

Compras netas del BCE vs. emisión neta del Tesoro



Fuente: BCE y Tesoro Público

Tenencias deuda del Estado por tipo de inversor (%)



Fuente: Banco de España

El apoyo a gran escala de la política monetaria en respuesta a la crisis sanitaria ha contribuido a preservar unas condiciones de financiación de la deuda pública muy favorables. La contundente y rápida actuación del organismo responsable de la política monetaria ha evitado el resurgimiento de cualquier tipo de duda sobre la sostenibilidad de los históricamente elevados niveles de deuda acumulados tras la pandemia. Así, el Programa de Compras de Emergencia de la Pandemia (PEPP) ha permitido mantener la estabilidad en los mercados de deuda soberana europea, con unas rentabilidades cercanas a sus mínimos históricos, cubriendo la mayor parte de las necesidades de financiación extraordinarias.

A lo largo de los últimos años el BCE ha realizado compras netas de deuda española por un importe superior al 100% de las necesidades de financiación neta. Los distintos programas de compras de activos públicos del BCE iniciados en 2015 e intensificados en 2020 y 2021 han convertido al Banco de España en uno de los principales tenedores de la deuda pública española, incrementando 25 puntos su cuota de participación en el total de la deuda en los últimos cinco años hasta el entorno del 35%. 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%.

Las últimas reuniones del Consejo de Gobierno del BCE señalan cierta retirada de los estímulos a través de la finalización de los programas de compras como el PEPP. Si bien es cierto que las autoridades monetarias han señalado cierta retirada de estímulos, siempre se ha dejado la puerta abierta a calibrar este tipo de herramientas no convencionales según el devenir de la situación económica. En este contexto de la crisis geopolítica desencadenada con la invasión de Ucrania, se abre un periodo de gran incertidumbre. Una posible reducción de los programas de compras de deuda por parte de las autoridades monetarias en el mercado secundario pueden añadir cierta presión a la hora de emitir grandes volúmenes de deuda por parte de los distintos Tesoros nacionales.

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.

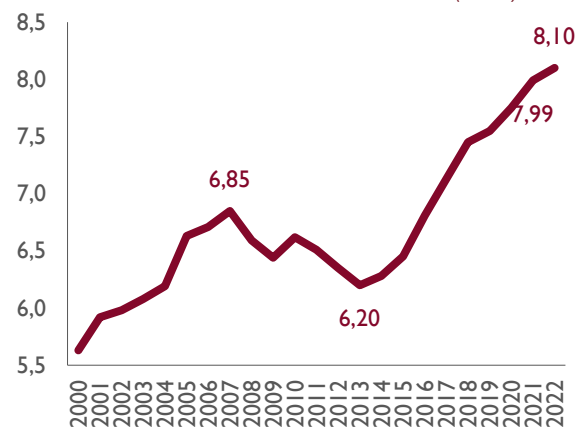
La invasión de Ucrania por el ejército ruso eleva el riesgo de un escenario de estanflación en la Unión Europea. El impacto económico indirecto más importante de este conflicto bélico se va a producir por la vía de la subida de precios, provocando una inflación aún más elevada y persistente. También es posible esperar un agravamiento de la crisis de suministros que vive la economía global como consecuencia de la ruptura de las cadenas globales que produjo la crisis del Covid19, así como una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento y una acumulación de desequilibrios en algunos países del entorno. El riesgo geopolítico siempre implica volatilidad y polariza la evolución de los mercados de renta variable y de los activos refugio como la deuda soberana.

Por tanto, uno de los principales riesgos en el corto plazo es que el actual episodio de elevada inflación se torne más persistente, desatando espirales alcistas y efectos de segunda ronda en costes laborales que obliguen a las autoridades monetarias a tomar acciones más contundentes. La pandemia ha agudizado los desafíos asociados a los altos niveles de endeudamiento público, cuya sostenibilidad futura está ligada en parte a las políticas del BCE. La 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 a la vez que ha logrado situar toda la curva de rendimientos en mínimos históricos, minimizando los diferenciales entre países de la zona euro. El actual episodio de inflación, más elevado y duradero de lo inicialmente previsto, está forzando a cambiar el tono de la política monetaria hacia uno menos acomodaticio con la retirada de estímulos (finalización del PEPP), despejando el camino para un previsible subida de tipos de interés, que empieza a estar descontada en los mercados con un repunte en la curva de rendimientos.

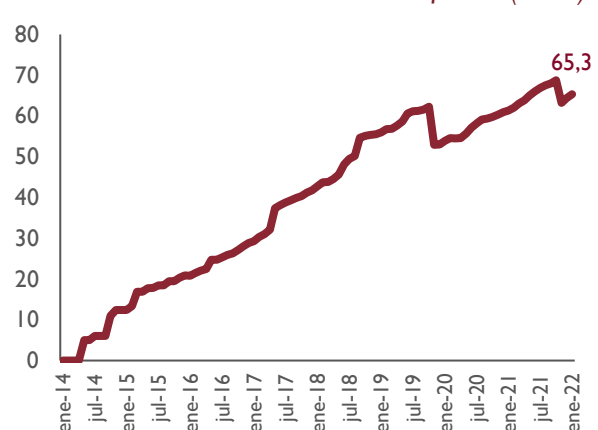
En el corto plazo, un repunte de los tipos de interés de la deuda soberana tendría un impacto limitado en el gasto de intereses debido a la elevada vida media de la cartera, aunque en el medio y largo plazo un entorno de tipos bajos será imprescindible para aliviar el esfuerzo fiscal. La estrategia de alargamiento de la vida media de las emisiones de deuda ha generado cierto margen de protección ante posibles subidas de los tipos de interés que, de producirse, tardarían ocho años en trasladarse por completo al tipo medio de la cartera. Aunque en el corto plazo el impacto de un aumento de tipos sea reducido, en el medio y largo plazo acabaría siendo muy significativo en la evolución de la carga financiera y, en caso de no compensarse con ajustes en otras partidas de gasto o ingreso, en la senda de deuda.

Más allá del traslado de las expectativas de inflación a la rentabilidad nominal de la deuda, el incremento de precios tiene un impacto directo y sustancial en la carga financiera. La exposición a la inflación a través de la cartera de Bonos y Obligaciones del Estado ligados a la inflación europea ha ido incrementándose desde el inicio del programa en 2014, con un valor de 65,3 miles de millones de euros en enero de 2022. Esta exposición implica que por ejemplo, la última revisión al alza del BCE en la previsión de inflación para 2022 (1,5 puntos superior), representará un incremento de la carga financiera cercano a 1.000 millones de euros.

Vida media de la deuda del Estado (años)



Deuda en circulación indexada a la inflación (mm€)



Fuente: Tesoro Público

La crisis de la Covid-19 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, junto a su adecuada gestión del perfil de vencimientos, mitigará 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.

El aumento de los pasivos contingentes a través de las Líneas de Avales supone un riesgo en el corto y medio plazo, aunque su impacto es limitado. Durante el año 2020 el Gobierno aprobó la puesta en marcha de dos líneas de avales por un importe conjunto de hasta 140 mil millones € 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 enero de 2022 las Líneas de Avales COVID19 habían desplegado avales por importe superior a 100 mil millones €. 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.

El previsible 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.