

LA AIReF ACTUALIZA EL OBSERVATORIO DE DEUDA Y ANALIZA EL EMPEORAMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

- **La elevada y persistente inflación de 2022 ha provocado un fuerte viraje en las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales y un deterioro de las condiciones de financiación**
- **El endurecimiento de la política monetaria se está traduciendo en fuertes repuntes en las rentabilidades de la deuda soberana a nivel global**
- **Este deterioro de las condiciones de financiación se acabará trasladando, aunque de manera gradual, al déficit y a la deuda**
- **La ratio de deuda encadena cuatro trimestres consecutivos de descensos y se ha situado en el 117,7% del PIB en el primer trimestre de 2022**
- **En términos absolutos, la deuda ha seguido creciendo y ha alcanzado un nuevo máximo histórico de 1,454 billones de euros**
- **Bajo las previsiones de la AIReF se proyecta una disminución de la deuda de 9,6 puntos en los próximos cuatro años situándola en el 108,8% en 2025**
- **Más allá de la reducción que se anticipa a corto plazo, una vez que finalice el impulso del crecimiento, la deuda retomará una senda ascendente bajo la hipótesis de un escenario sin cambio de políticas**
- **Las simulaciones muestran que un déficit primario estructural de entre 1,5 y 2,5% del PIB a partir de 2025 situaría la ratio de deuda entre el 125 y 140% del PIB en 2040**

La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) ha publicado la actualización del Observatorio de deuda pública tras el endurecimiento de la política monetaria, en el que repasa el fuerte viraje que se ha producido en el tono de las decisiones de los principales bancos centrales de todo el mundo y sus consecuencias en las condiciones de financiación y en la sostenibilidad de la deuda.

La AIReF señala que la reactivación económica tras la crisis sanitaria propició un aumento inicial de la inflación relacionada con los cuellos de botella en la logística mundial y la escasez de suministros en un momento de fuerte demanda. En este momento, el repunte de la inflación se consideró de carácter transitorio. Factores como la invasión rusa de Ucrania han propiciado un impulso al ya de por sí elevado precio de la energía, profundizado y acelerado el incremento de precios en todo el

mundo, elevando la inflación a niveles récord. Los bancos centrales de todo el mundo han ido reaccionando, sumándose en mayor o menor medida al endurecimiento de la política monetaria en respuesta a esta inflación, que ya se considera menos transitoria, aunque en el medio plazo las expectativas siguen ancladas en valores contenidos. En concreto más de 60 bancos centrales, según el cálculo de Bloomberg, ya han subido los tipos este año.

En este sentido, la AIReF repasa en el Observatorio las decisiones adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y el Banco de Inglaterra (BoE), movimientos con los que la banca central pretende reducir el crédito, rebajar el precio de los activos y enfriar la economía (sin sumirla en una recesión) para que la inflación vuelva a su cauce en un escenario de “aterrizaje suave”.

Según la AIReF, este endurecimiento de la política monetaria se está traduciendo en fuertes repuntes en las rentabilidades de la deuda soberana a nivel global, con una tendencia que se ha ido acelerando a lo largo del año en la medida que la inflación ha continuado sorprendiendo al alza. El tipo de interés del bono a 10 años ha registrado un aumento de 180 puntos básicos y llegó a superar los 250 el pasado 14 de junio, valores que no se registraban desde el año 2014.

El escenario de gran incertidumbre surgido en 2022, con tendencias de fondo que se han agravado tras el estallido de la invasión rusa de Ucrania, está suponiendo una dinámica de fuertes movimientos y sobrereacciones en los mercados financieros. En los últimos meses se ha registrado un fuerte aumento de la volatilidad de la rentabilidad de la deuda soberana y se observa una tendencia al alza en las primas de riesgo, agravada tras el anuncio del fin de los programas de compras de activos. En el caso español el diferencial de 10 años frente a Alemania se ha incrementado 37 puntos básicos en lo que va de año.

En cuanto a las implicaciones fiscales, el deterioro de las condiciones de financiación se acabará trasladando, aunque de manera gradual, al déficit y a la deuda. El endurecimiento de la política monetaria en respuesta a una inflación persistente está teniendo un fuerte impacto en las rentabilidades de la deuda soberana, lo que se traducirá en una carga financiera más elevada. Los mayores tipos de financiación impactan en las nuevas emisiones de deuda, y se irán trasladando gradualmente (dada la elevada vida media) al tipo medio de la cartera. Respecto al escenario de la APE, un incremento del tipo medio de emisión de 100 p.b en línea con la evolución reciente, elevaría 3 décimas la previsión del tipo implícito (hasta el 2,2% en 2025), 4 décimas de PIB la carga financiera (hasta el 2,4%), 7 décimas la ratio de deuda.

La finalización de los programas de compras del BCE (PSPP y PEPP) y la futura, aunque lejana, reducción de la deuda soberana del balance del banco central supone un reto importante para la rentabilidad la deuda española, al exigir el regreso de buena parte de la base inversora (principalmente la residente) que se ha visto desplazada durante los últimos años.

Evolución de la deuda

Las proyecciones de AIReF dibujan una dinámica desfavorable de la ratio de deuda a medio y largo plazo bajo un escenario a políticas constantes. La ratio de deuda encadena 4 trimestres consecutivos de reducción, situándose en el 117,7% del PIB en el primer trimestre de 2022. La reducción acumulada en el último año es de 7,5 puntos, de los cuales 0,7 puntos se han registrado en el último trimestre. Esta importante reducción se produce principalmente por el efecto denominador, dado el fuerte rebote de la actividad económica y de los precios. En términos absolutos, la deuda pública ha continuado creciendo, sumando 26.618 millones de euros hasta alcanzar un nuevo máximo histórico que la sitúa en 1,454 billones.

Respecto al nivel previo de la pandemia, la ratio de deuda ha aumentado 19,4 puntos. El PIB, denominador de la ratio, ya ha dejado de contribuir negativamente en el incremento experimentado por la pandemia, siendo el déficit público el causante de casi toda la variación. A nivel de subsector, el mayor incremento de la ratio de deuda se ha producido en la Administración Central y los Fondos de la Seguridad Social. La ratio de deuda de las CCLL ha permanecido estable, mientras que la de las CCAA ha experimentado un leve aumento.

Bajo las previsiones macro-fiscales elaboradas por la AIReF para la evaluación del Programa de Estabilidad se proyecta una disminución en la ratio de deuda sobre PIB de 9,6 puntos en los próximos cuatro años situándola en el 108,8% en 2025. La mayor parte de la reducción de la ratio de deuda (7,2 de los 9,6 puntos de reducción previstos hasta 2025) tiene lugar en los dos primeros años, coincidiendo con el fuerte crecimiento nominal de la economía, mientras que a partir del tercer año se proyecta cierta estabilización. El déficit público seguirá contribuyendo de manera significativa al incremento de la deuda, con una carga financiera que irá aumentando en términos absolutos, pero que permanecerá estable en relación con el PIB debido su fuerte incremento nominal.

Más allá de la reducción de la ratio de deuda que se anticipa a corto plazo, una vez que finalice el impulso del crecimiento como consecuencia del rebote de la actividad tras el parón de la pandemia, la AIReF estima que la ratio de deuda sobre PIB retomará una senda ascendente bajo la hipótesis de un escenario sin cambio de políticas. Las simulaciones realizadas por la AIReF muestran que un déficit primario estructural de entre 1,5 y 2,5% del PIB a partir de 2025 (en línea con las últimas estimaciones del Gobierno y de la AIReF respectivamente), situaría la ratio de deuda entre el 125 y 140% del PIB en 2040.

Las expectativas de mayores tipos de interés agravan la dinámica de la deuda, según la AIReF. Así, unos tipos de interés más elevados generarán una mayor carga financiera, que de no ser compensada con algún ajuste, acabará impactando en la ratio de deuda. Las simulaciones muestran que una carga financiera entre 1,3 y 1,8 puntos superior (dependiendo del escenario de evolución del saldo primario) implican entre 12 y 16 puntos de incremento en la ratio de deuda en 2040.