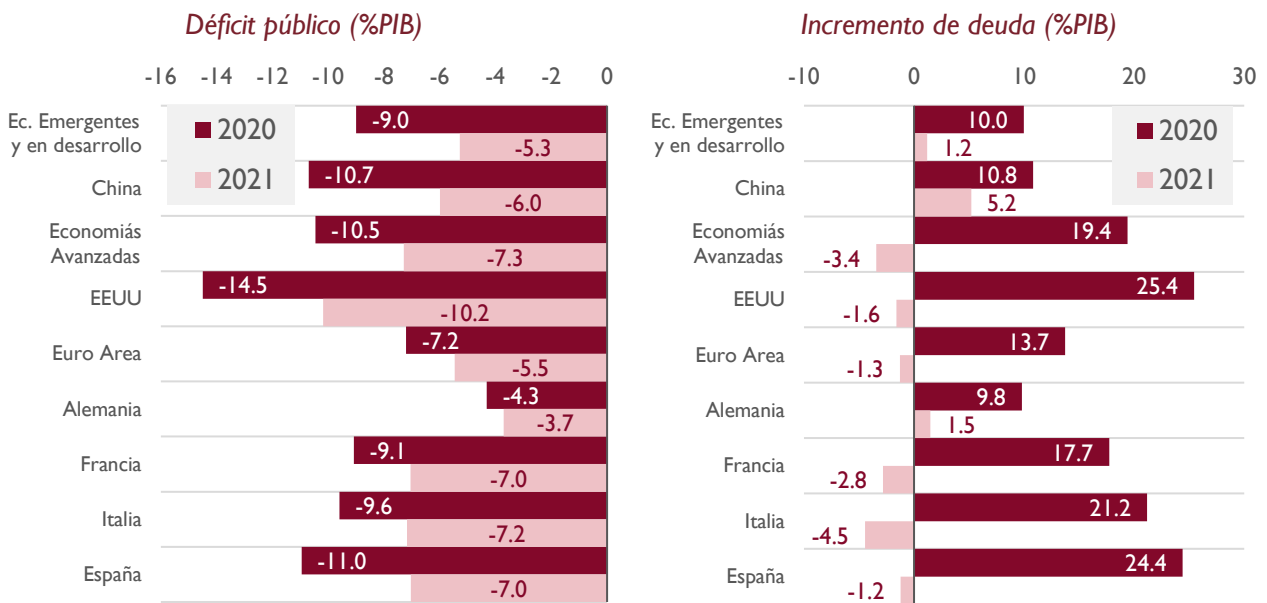


- *Las medidas fiscales sin precedentes adoptadas para hacer frente a la pandemia de la Covid-19, junto al funcionamiento de los estabilizadores automáticos, han provocado un deterioro muy significativo en las cuentas públicas en todo el mundo, generando un aumento considerable en las ratios de deuda.*
- *Los estímulos fiscales y la relajación de una política monetaria ya de por sí acomodaticia, ha contribuido a mitigar las consecuencias económicas de la pandemia y ha situado los balances de los bancos centrales en unos niveles de expansión sin precedentes, tanto en niveles absolutos, como en relación al PIB.*
- *En este contexto de elevado endeudamiento y de política monetaria expansiva, 2022 ha sorprendido con una inflación más elevada y persistente de lo inicialmente anticipado, propiciando un fuerte viraje en las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales. Más de 60 entidades ya han subido sus tipos de interés este año.*
- *La ratio de deuda española encadena 4 trimestres consecutivos de reducción, situándose en el 117,7% del PIB en el primer trimestre de 2022. Respecto al nivel previo de la pandemia, la ratio de deuda ha aumentado 19,4 puntos.*
- *La reducción acumulada en el último año es de 7,5 puntos, de los cuales 0,7 se han registrado en el último trimestre. Esta importante reducción se ha producido 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.*
- *Las proyecciones de la AIReF muestran una reducción de 9,6 puntos de la ratio de deuda en los próximos cuatro años, situándola previsiblemente en el entorno del 114% a finales de este año y en el 108,8% en 2025.*
- *La reducción de la ratio en los próximos años vendrá sustentada principalmente por el crecimiento del PIB nominal, donde el deflactor tendrá una contribución muy notable.*
- *El riesgo de deterioro de las condiciones de financiación se está materializando. El 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 y las comunicaciones de los bancos centrales han ido adquiriendo un tono más estricto (“hawkish”).*
- *En lo que va de año, la rentabilidad del bono español a 10 años ha registrado un aumento de 180 p.b. (llegando a superar los 250 el pasado 14 de junio), alcanzando valores que no se registraban desde el año 2014. En el caso de Italia, Portugal, Francia y Alemania el repunte ha sido de 210, 185, 157, 140 p. b. respectivamente. Fuera de la zona euro, la rentabilidad de la deuda estadounidense también ha repuntado con fuerza, 142 p. b.*

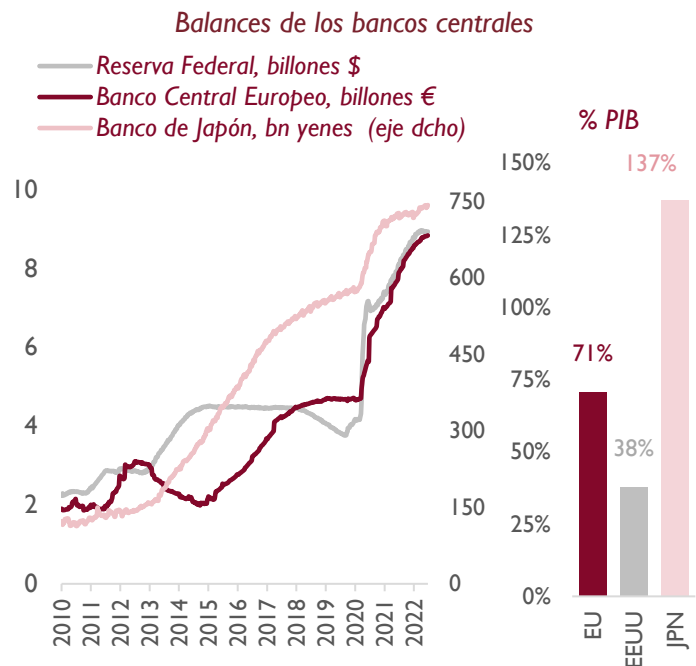
- *En los últimos meses se ha registrado un fuerte aumento de la volatilidad de la deuda soberana. El escenario de gran incertidumbre surgido en 2022 está suponiendo fuertes movimientos y sobrerreacciones en los mercados financieros, y en concreto en los mercados de deuda, con movimientos diarios mucho más intensos.*
- *Además, se observa una tendencia al alza en las primas de riesgo, agravada tras el anuncio del fin de los programas de compras de activos.*
- *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.*
- *A través de instrumentos como la reinversión de los vencimientos del PEPP hacia los países con la deuda tensionada y la implementación de una nueva herramienta antifragsación (en desarrollo), el BCE ha comunicado que está dispuesto a contener el incremento desordenado de las primas de riesgo que suponga un riesgo para la transmisión de la política monetaria.*
- *El deterioro de las condiciones de financiación se acabará trasladando, aunque de manera gradual, al déficit y a la deuda. 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 del último Programa de Estabilidad, 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 de la deuda (hasta el 2,2% en 2025), 4 décimas de PIB la carga financiera (hasta el 2,4%) y 7 décimas la ratio de 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. Más allá de la reducción de la ratio de deuda que se anticipa a corto plazo, una vez que finalice el impulso del crecimiento, 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 al generar 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.*

Las medidas fiscales sin precedentes adoptadas para hacer frente a la pandemia de la Covid-19, junto al funcionamiento de los estabilizadores automáticos, han provocado un deterioro muy significativo en las cuentas públicas en todo el mundo. En los años 2020 y 2021 se registraron unos déficit públicos muy significativos, que han contribuido a generar un aumento considerable en las ratios de deuda pública de las economías de todo el mundo. En concreto, la ratio de la zona euro ha sufrido un incremento de 12,5 puntos de PIB con respecto al nivel previo a la pandemia, situándose próxima al 100%. Países como Francia, España e Italia superan ampliamente esas cifras. En el año 2021 se ha registrado cierta estabilidad en las ratios de deuda debido al efecto denominador, por el impulso de la actividad económica tras el parón de la pandemia. A corto plazo, el significativo crecimiento nominal esperado (aunque con perspectivas a la baja del crecimiento real y al alza del deflactor) seguirá generando vientos de cola en la evolución de la ratio de deuda.



Fuente: FMI (WEO abril 2022)

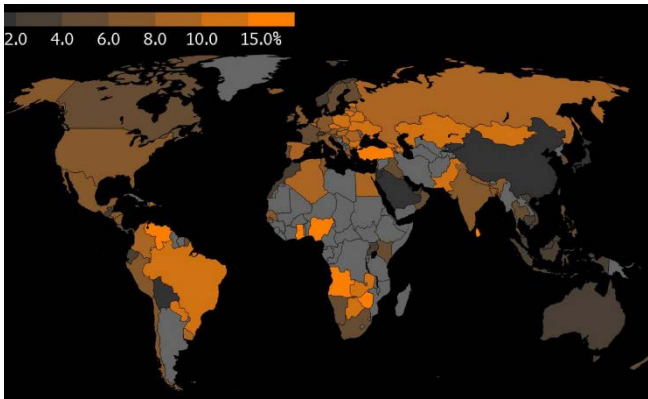
La relajación de una política monetaria ya de por sí acomodaticia, ha contribuido a mitigar las consecuencias económicas de la pandemia. Adicionalmente a los estímulos fiscales, las políticas de aceleración de la expansión cuantitativa (*"quantitative easing"*) a ambos lados del Atlántico han contribuido a mitigar las consecuencias económicas en la fase más dura la pandemia, situando los balances de los bancos centrales en unos niveles de expansión sin precedentes, tanto en niveles absolutos, como en relación al PIB. Unos tipos oficiales del dinero en mínimos históricos en un contexto de baja inflación, junto con programas de compra de bonos, han permitido financiar las necesidades de los Tesoros de 2020 y 2021 en rentabilidades mínimas, situándose en ese periodo gran parte de las curvas de tipos en terreno negativo incluso en el largo plazo.



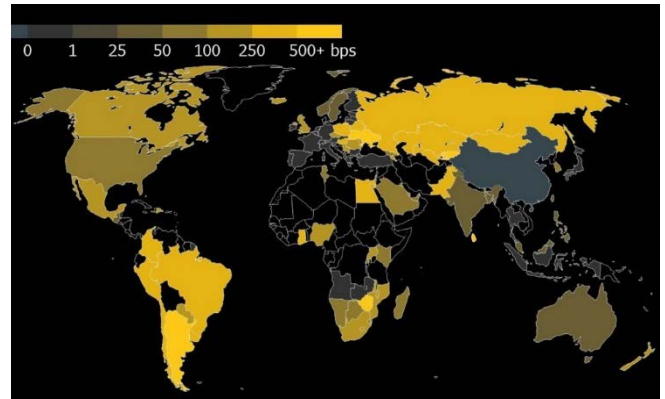
Fuentes: BCE, FED y BoJ

En este contexto de elevado endeudamiento y de política monetaria expansiva, el año 2022 ha sorprendido con una inflación más elevada y persistente de lo inicialmente anticipado, propiciando un fuerte viraje en las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales de todo el mundo. 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. La inflación se consideró de carácter transitorio. Sin embargo, la invasión rusa de Ucrania ha propiciado un impulso al ya de por sí elevado precio de la energía, profundizando y acelerando el incremento de precios en todo el mundo. En este contexto la inflación ha registrado 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 récord cuyo carácter transitorio está más en cuestión, aunque en el medio plazo las expectativas siguen ancladas en valores contenidos. Más de 60 bancos centrales, según el cálculo de Bloomberg, ya han subido los tipos este año.

Mapa con los últimos datos de inflación disponibles para las distintas economías (%)

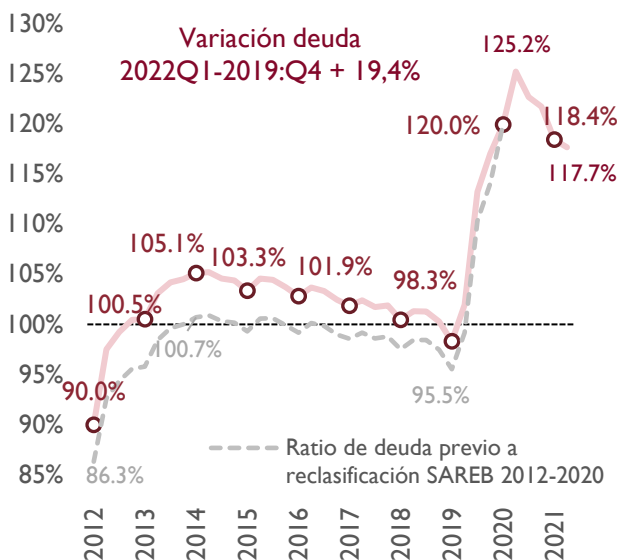


Mapa con el cambio en los tipos de interés en 2022 de los distintos bancos centrales (p. b.)



Fuente: Bloomberg

Deuda (PIB), evolución trimestral



Fuente: INE y Banco de España

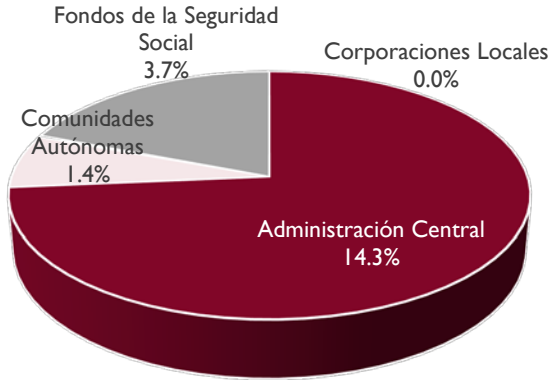
En el caso de la economía española, la ratio de deuda encadena 4 trimestres consecutivos de reducción, situándose en el 117,7% del PIB en el primer trimestre de 2022. La reducción acumulada en el último año es de 7,5 puntos, de los cuales 0,7 puntos se han registrado en el último trimestre. Esta importante 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.

El Banco de España ha revisado la serie histórica de deuda PDE incorporando los efectos de la reclasificación de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) en el sector de las Administraciones Públicas desde su creación en 2012, incrementando la ratio hasta 2020 un promedio de 3,7 puntos de PIB.

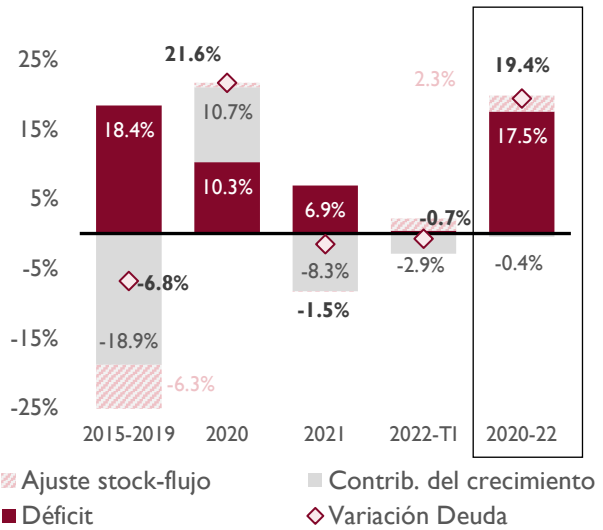
Los datos de deuda PDE desde finales de 2020 no se ven afectados por esa anticipación en el momento de la reclasificación de SAREB, pero sí los datos anteriores. Esta revisión retrospectiva ha elevado el stock de deuda como consecuencia de la anterior crisis financiera un promedio de 3,7 puntos de PIB en el periodo de revisión (2012-2020), elevando el anterior máximo histórico de finales de 2014 hasta el 105,1% (desde el 100,7% anterior) y situando el stock de deuda previo a la pandemia 3 puntos por encima.

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.

Incremento de deuda (puntos PIB) entre 2022-I y 2019 por subsectores



Contribución a la variación de la deuda (%PIB)

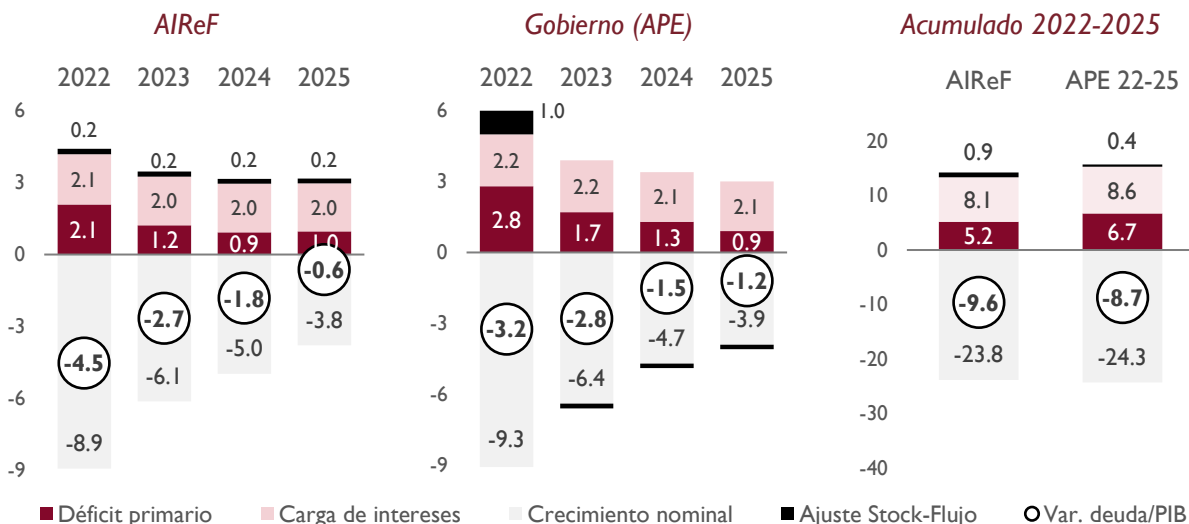


Fuente: AIReF

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. Tras alcanzar su valor máximo en el primer trimestre de 2021 (125,2%), la ratio de deuda ha iniciado una senda de reducción que la ha situado en el 118,4% del PIB a finales de 2021. Las proyecciones de la AIReF muestran una continuación de esta tendencia en los próximos cuatro años, situando la ratio previsiblemente en el entorno del 114% a finales de este año, y en un rango entre el 107 y el 111% en el intervalo central de las proyecciones estocásticas de AIReF para 2025.

La reducción de la ratio vendrá sustentada principalmente por el crecimiento del PIB nominal, donde el deflactor tendrá una contribución muy notable. 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 este año y el próximo, coincidiendo con el fuerte crecimiento nominal de la economía, mientras que a partir de 2024 se proyecta cierta estabilización de la ratio. 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 al fuerte incremento nominal de éste. Cabe tener en cuenta que en el año 2020 se registró ya un punto de inflexión en la evolución del gasto por intereses en nivel, iniciando una senda ascendente tras el largo periodo de reducción continuada iniciado en 2013.

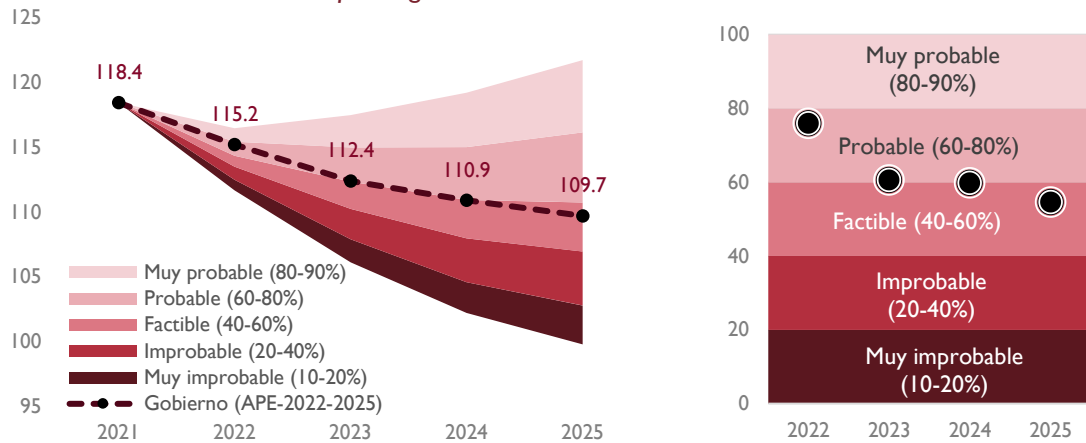
Contribuciones a la variación de la ratio deuda sobre PIB (pp)



Fuente: Gobierno y AIReF

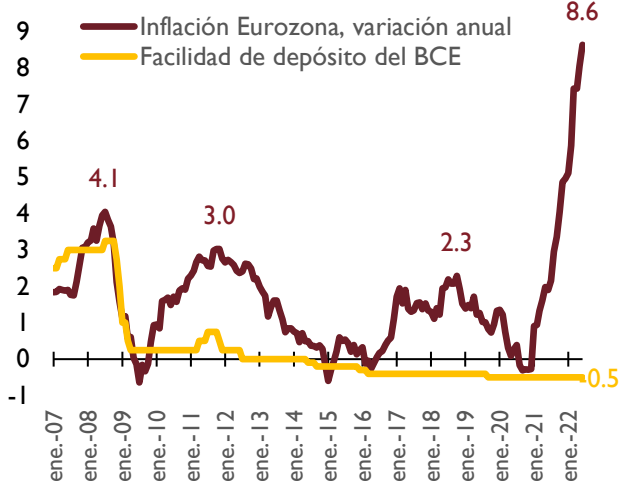
La AIREF considera factible la proyección de deuda incluida en la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) para 2025. De acuerdo con las proyecciones estocásticas de la AIREF, se considera factible alcanzar una ratio de deuda sobre PIB igual o menor a la proyectada por el Gobierno en el año 2025. En el conjunto del periodo, tanto la reducción de la ratio proyectada por la AIREF como la composición de los factores que determinan su evolución son similares a las estimadas por el Gobierno.

Previsiones estocásticas de deuda (%PIB) y probabilidad de alcanzar una ratio igual o menor a la proyectada por el gobierno en la APE 2022-2025



Fuente: Gobierno y AIREF

Inflación y tipo de interés del euro (%)

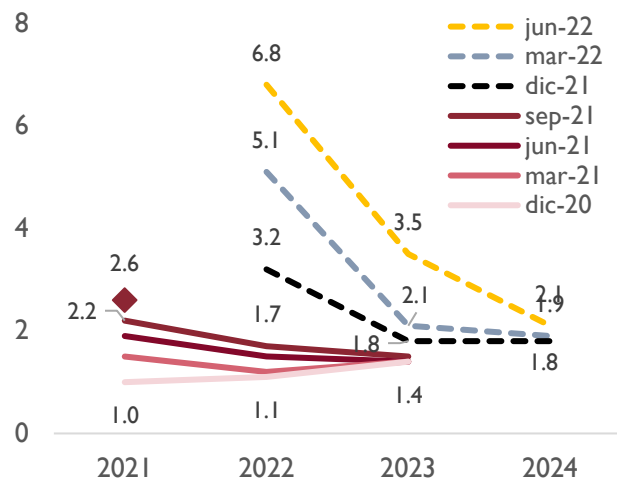


Fuente: Refinitiv

Una inflación mucho más elevada y persistente de lo inicialmente anticipado (en el mes de junio se registraron tasas interanuales en valores máximos de décadas; Eurozona 8,6%, España 10,2%, Alemania 8,2%, EE. UU. 8,6%, Reino Unido 9,1%), está provocando una aceleración e intensificación de las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales de todo el mundo. En aras de estimular la baja inflación registrada en los últimos años, los bancos centrales han mantenido durante mucho tiempo unos tipos de interés muy por debajo de la inflación, lo que ha supuesto unos tipos de interés reales muy negativos. Una evolución de la inflación peor de lo inicialmente previsto sumada a una política monetaria muy expansiva ha generado la necesidad de un viraje acentuado en las decisiones y perspectivas de actuación de los bancos centrales.

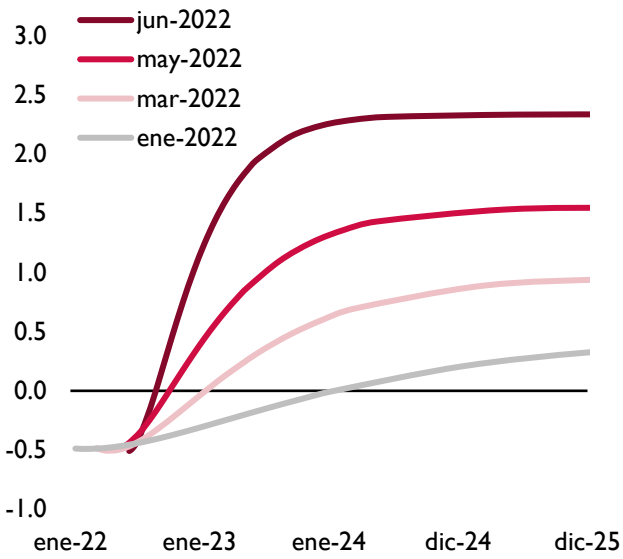
La mayor parte de los principales bancos centrales de todo el mundo ha iniciado (o anunciado) una senda de subidas del precio del dinero, sumándose en mayor o menor medida a una reducción de la liquidez. Con estos movimientos la banca central pretende reducir el crédito, rebajar el precio de los activos, contener las expectativas de inflación reduciendo el riesgo de espirales inflacionistas, y enfriar la economía (sin sumirla en una recesión) para que la inflación vuelva a su cauce en un escenario de "aterrizaje suave". No obstante, los problemas de oferta que también están contribuyendo a la inflación global quedan fuera del control de los bancos centrales.

Evolución de las previsiones de inflación del BCE (%)



Fuente: Banco Central Europeo

Tipo esperado de la facilidad de depósito descontado (*) por el mercado (%)



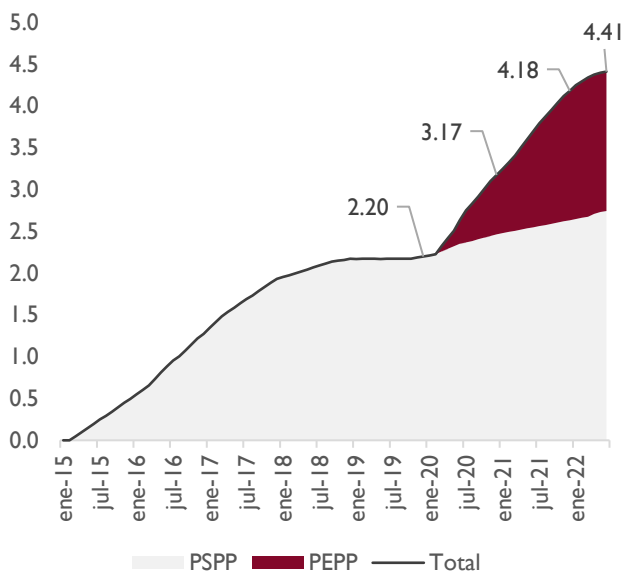
Fuente: Refinitiv y AIReF

(*) A través de la curva *forward* instantánea del OIS

Dentro de la zona del euro, en su última reunión ordinaria celebrada el pasado 9 de junio, el BCE anunció el cese de las compras netas de activos públicos (APP) el 1 de julio, confirmando que en su próxima reunión del 21 de julio subirá los tipos de interés oficiales 25 p. b. La reunión del 9 de junio estuvo cargada de cambios, aprobados por unanimidad, en las distintas herramientas de política monetaria. Pese a no haberse producido cambios en los tipos de interés, el BCE dio señales sobre su evolución en los próximos meses y puso sobre la mesa la posibilidad de una subida más agresiva en septiembre. Más allá del 3T, el BCE estima que será necesario continuar subiendo los tipos de interés de forma gradual pero sostenida. Esto sería consistente con subidas de 25 p. b. en cada reunión. A lo largo del año el mercado ha ido cotizando subidas cada vez más agresivas, llegando a situar la facilidad de depósito en el nivel del 2% (desde el -0,50%) a mediados de 2023, esto es, una subida de 250 p. b. en un año.

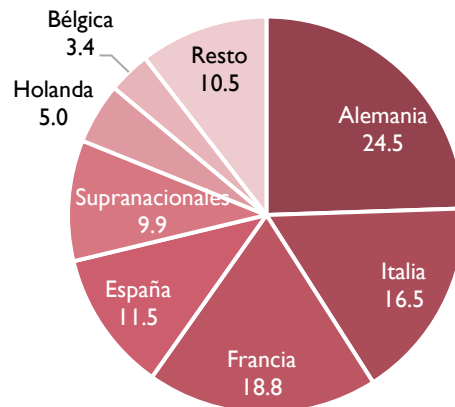
A finales de junio, las compras netas acumuladas del BCE bajo los paraguas del PSPP y del PEPP ascendieron a 4,4 billones de euros, de las cuales 2,2 billones correspondieron a las adquisiciones de los últimos dos años y medio. El BCE dio por terminados el pasado 1 de julio sus programas de adquisición de deuda pública, aunque continuará reinvertiendo sus vencimientos, lo que supondrá una financiación en torno a los 600.000 millones de euros anuales para el conjunto de los países del área del euro, dada una vida media que se sitúa algo por debajo de los 7 años y medio.

Compras netas acumuladas de activos públicos del BCE (PSPP+PEPP), billones de euros



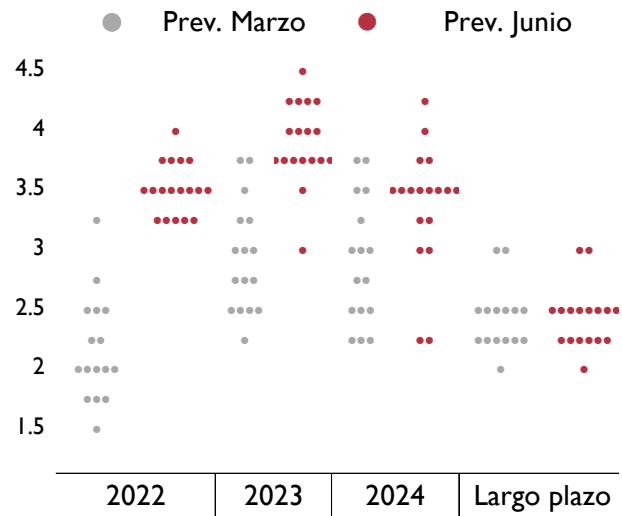
Fuente: BCE

Distribución por países del PSPP y PEPP (%)



En Estados Unidos, la FED decidió en su reunión del 15 de junio una subida de los tipos oficiales de 75 p. b., esperando situarlos por encima del 3% a finales de 2022. La Reserva Federal decidió subir los tipos de interés oficiales en 75 p. b. hasta el intervalo 1,50%-1,75%, siendo la primera vez que aprobaba un ajuste de tal magnitud desde 1994. Asimismo, el *dot plot* muestra al votante mediano de la Fed a favor de que los tipos de interés oficiales se sitúen en el rango 3,25%-3,50% a finales de año, es decir el doble que el nivel actual. Esto sería consistente con subidas de al menos 50 p. b. en las próximas dos reuniones. En los siguientes dos años, el votante mediano espera que el tipo de interés se sitúe en el 3,9% y 3,4%, relativamente en línea con lo que los mercados financieros estaban cotizando.

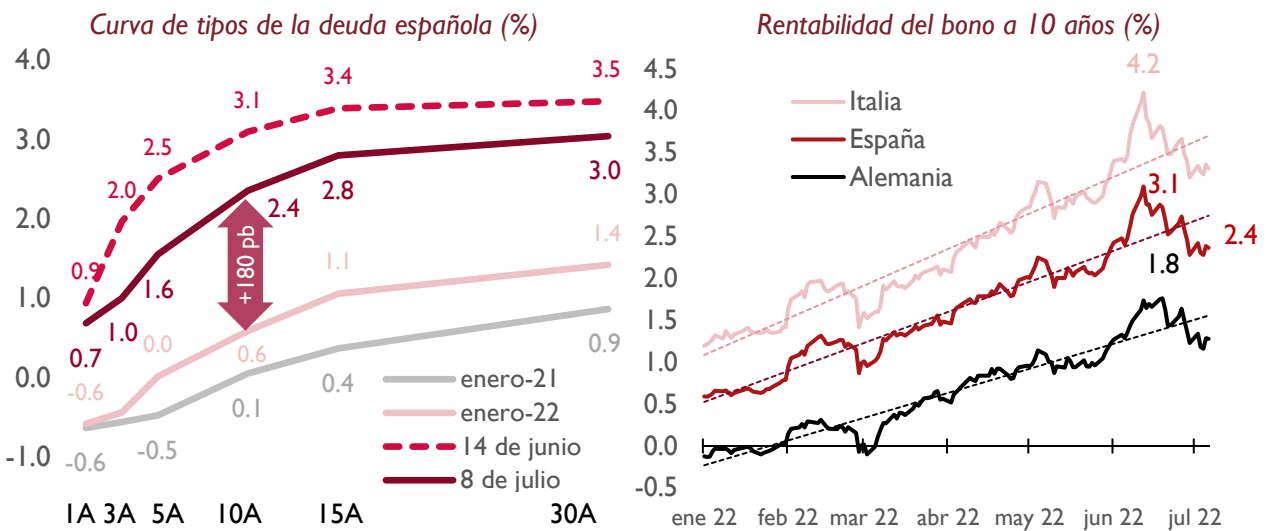
Previsiones de tipos de interés de los participantes del Comité del Mercado Abierto de la FED (“dot plot”)



Fuente: FED

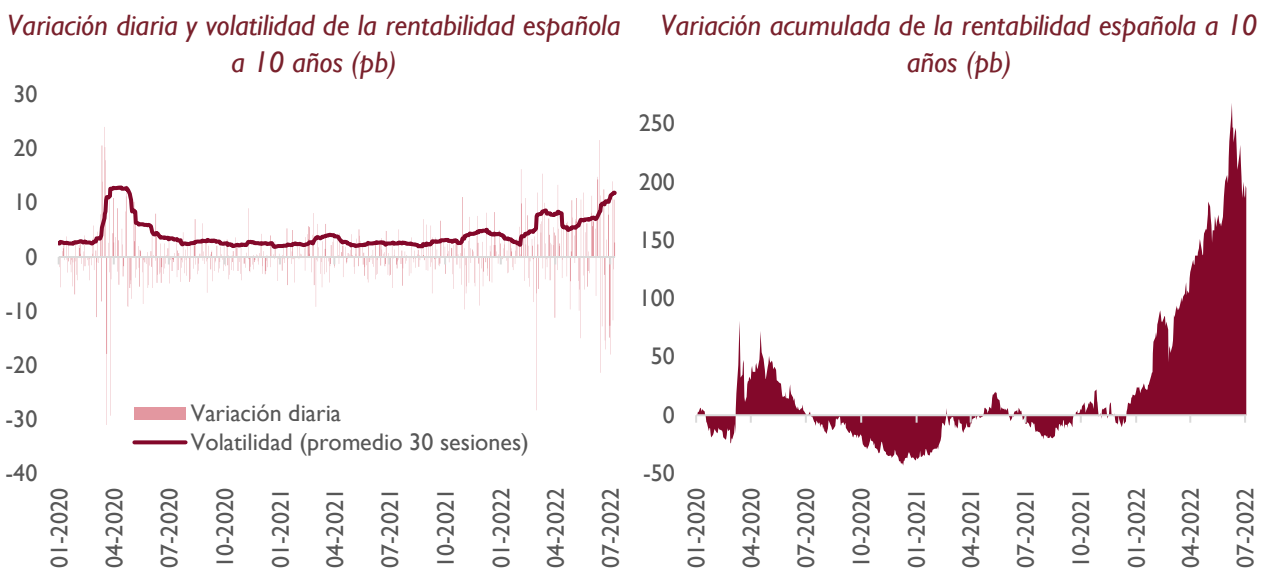
En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra (BoE) ha dado un nuevo paso en el endurecimiento de su política monetaria tras ejecutar la quinta subida consecutiva de tipos de interés. El BoE ha anunciado tras la reunión del 16 de junio una alza del precio del dinero de 25 p. b., que deja el tipo de interés principal en el 1,25%, máximos no vistos en 13 años. El Banco de Inglaterra da así continuidad a la restricción monetaria global que dio comienzo a finales de 2021 con un tono mucho más agresivo que otros bancos centrales y que se está materializando este 2022 con subidas de tipos intensas y retiradas de estímulos (“*quantitative tightening*”).

El riesgo de deterioro de las condiciones de financiación se está materializando. El 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 y las comunicaciones de los bancos centrales han ido adquiriendo un tono más "hawkish". En lo que va de año, el tipo de interés del bono a 10 años ha registrado un aumento de 180 p.b. (llegando a superar los 250 el pasado 14 de junio), alcanzando valores que no se registraban desde el año 2014. Entre el día 8 de julio (cierre previo a la reunión ordinaria del BCE) y el 14 de julio la rentabilidad a 10 años acumuló una subida de 62 p. b. en tan solo cuatro sesiones. El día 15 de julio (reunión extraordinaria) la rentabilidad bajó 21 p. b. Tras esa reacción inicial, la rentabilidad ha continuado bajando (47 p. b.) hasta el nivel del 2,4% en el momento del cierre de este Observatorio (8 de julio). La rentabilidad a 10 años en el caso de Italia, Portugal, Francia y Alemania han repuntado 210, 185, 157, 140 p. b. respectivamente en lo que va de año. Fuera de la zona euro, la rentabilidad de la deuda estadounidense también ha repuntado con fuerza, 142 p. b.



Fuente: Refinitiv y AIReF

En los últimos meses se ha registrado un fuerte aumento de la volatilidad de la deuda soberana. El escenario de gran incertidumbre surgido en 2022, con tendencias de fondo que se han agravado tras la invasión rusa de Ucrania, está suponiendo fuertes movimientos y sobrerreacciones en los mercados financieros, y en concreto en los mercados de deuda, con movimientos diarios mucho más intensos. Mientras que a lo largo de 2021 se registraron movimientos diarios en la rentabilidad a 10 años del entorno de +/-2,5 p. b., en 2022 estos movimientos han alcanzado una media de +/-10 p. b.



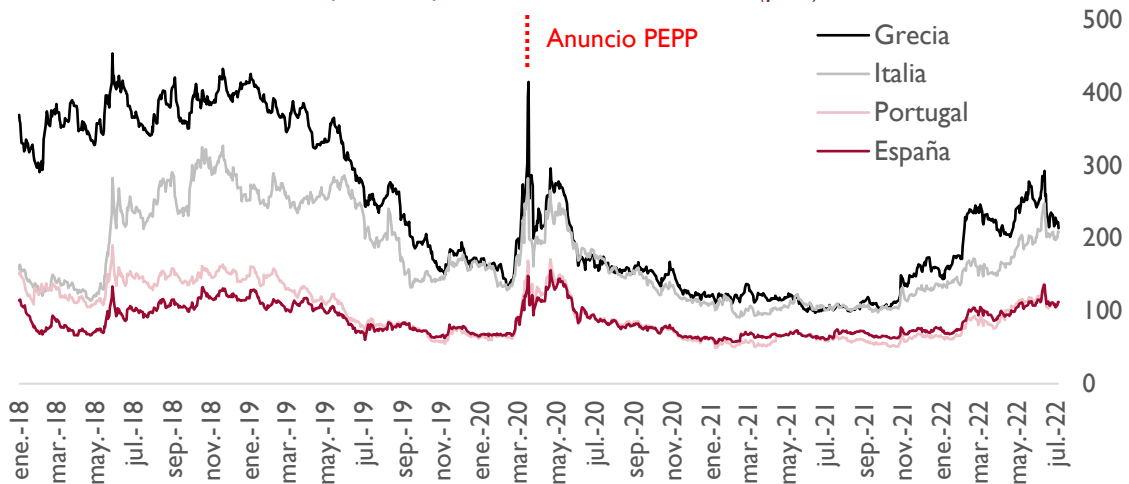
Fuente: Refinitiv y AIReF

Se observa una tendencia al alza en las primas de riesgo, agravada tras el anuncio del fin de los programas de compras de activos. Las adquisiciones de deuda soberana por parte del BCE (PSPP desde 2014, junto a las adquisiciones de emergencia del PEPP durante la pandemia), han mantenido a raya los diferenciales de la deuda periférica, evitando la fragmentación del crédito. Esta ampliación de los diferenciales frente a Alemania que se viene registrando a lo largo de 2022 - acentuada tras el anuncio del fin de las compras de activos- -, ha captado la atención del BCE, dando pie a la celebración de la reunión extraordinaria del día 15 de junio.

La reunión extraordinaria del BCE ha supuesto una escalada verbal en la voluntad de no permitir la fragmentación financiera de la eurozona. A través de instrumentos como la reinversión de los vencimientos del PEPP hacia los países con la deuda tensionada y la implementación de una nueva herramienta antifragementación en desarrollo, el BCE está dispuesto a contener el incremento desordenado de las primas de riesgo que suponga un riesgo para la transmisión de la política monetaria.

En el caso español el diferencial del 10 años frente a Alemania se ha incrementado 37 p. b. en lo que va de año. Algo más preocupante es el caso italiano, con una subida de 71 p. b. Entre el día 8 de julio (cierre previo a la reunión ordinaria del BCE) y el 14 de julio la prima de riesgo acumuló una subida de 23 p. b. en tan solo cuatro sesiones. El día 15 de julio (reunión extraordinaria) el diferencial bajó 12 p. b. Tras esa reacción inicial, la prima ha continuado bajando 15 p. b. hasta el nivel de los 108 p. b. en el momento de elaboración de este Observatorio (8 de julio).

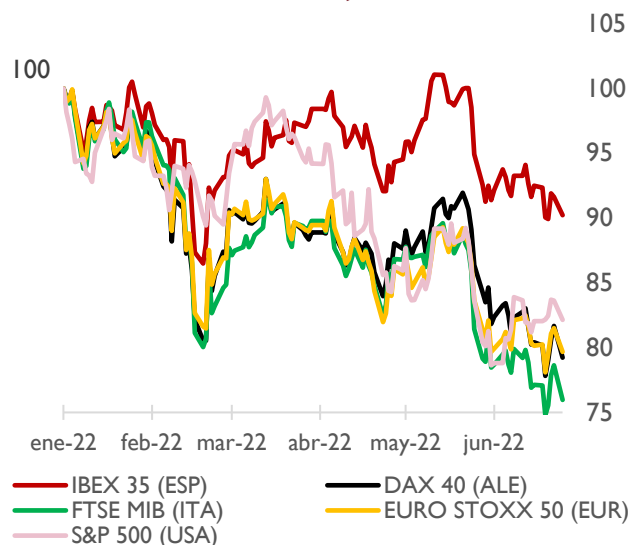
Diferencial frente a Alemania a 10 años (p. b.)



Fuente: Refinitiv

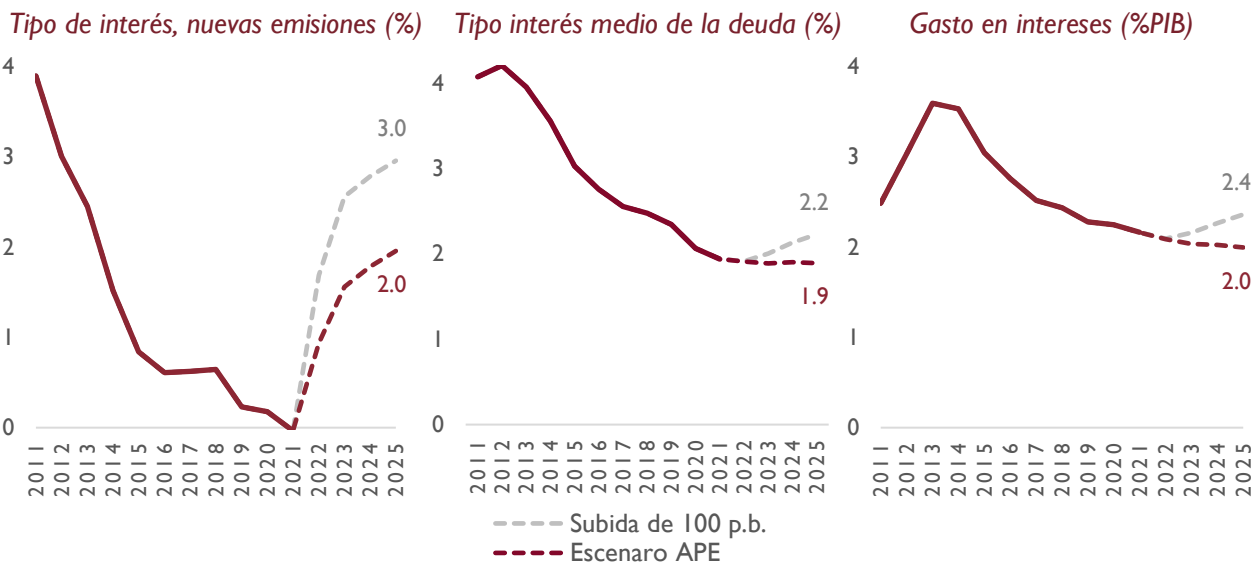
La expectativa de una mayor inflación y del endurecimiento monetario ha supuesto una fuerte corrección en todos los activos financieros. Los principales índices bursátiles están cotizando la elevada inflación y el endurecimiento de la política monetaria con una fuerte corrección (en muchos índices desde valores de máximos históricos), con caídas entre un 20-25%. El índice español (IBEX35) está aguantando mejor la caída debido a su composición sectorial (fuerte peso de compañías energéticas, turismo y banca) y a que era uno de los índices que menos había subido con anterioridad, beneficiándose en este caso de las carencias que en otros momentos lo han dejado a la cola de sus vecinos europeos.

Índices bursátiles, 2022 = 100



Fuente: Refinitiv

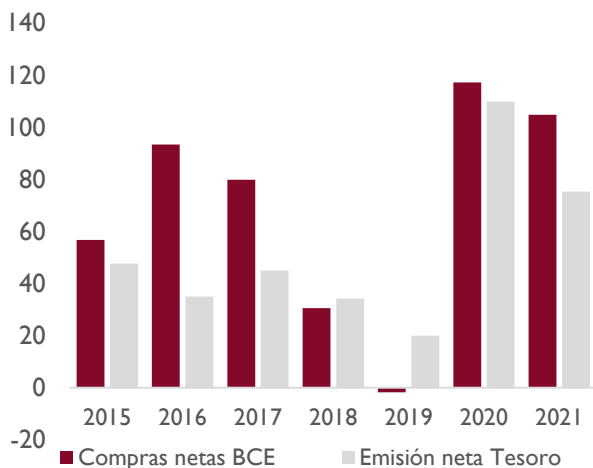
En cuanto a las implicaciones fiscales, el deterioro de las condiciones de financiación se acabará trasladando, aunque de manera gradual, al déficit y a la deuda. El endurecimiento de la política monetaria está teniendo un fuerte impacto en las rentabilidades de la deuda soberana, lo que se traducirá en una carga financiera más elevada. Los mayores tipos de financiación impactan en las nuevas emisiones de deuda y se irán trasladando gradualmente al tipo medio de la cartera, dada su elevada vida media. 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.



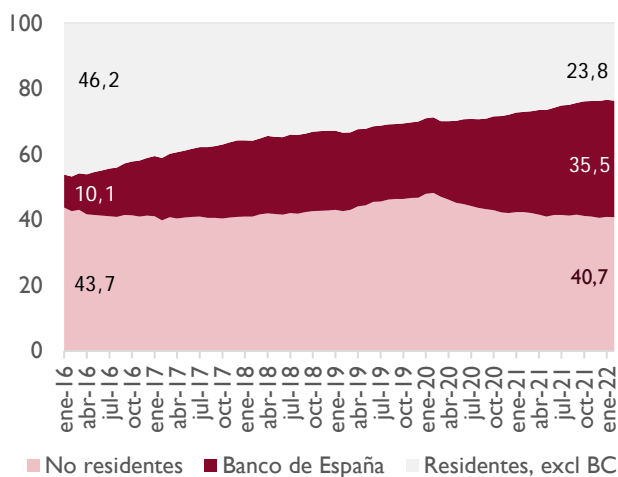
Fuente: AIReF

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. Esto puede implicar un aumento de los tipos de interés exigidos por los inversores. 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. En los últimos cinco años se ha incrementado en 25 puntos su cuota de participación en el total de la deuda hasta el entorno del 35. Esto ha supuesto un desplazamiento de parte de la base inversora residente, manteniéndose estable la inversión no residente en valores ligeramente superiores al 40%.

Compras netas del BCE vs. emisión neta del Tesoro



Tenencias de deuda del Estado, tipo de inversor (%)



Fuentes: BCE, Tesoro, Banco de España y AIReF

Las proyecciones de AIReF dibujan una dinámica desfavorable de la ratio de deuda a medio y largo plazo bajo un escenario a políticas constantes. Más allá de la reducción de la ratio de deuda que se anticipa hasta 2025, una vez que finalice el impulso del crecimiento como consecuencia del rebote de la actividad tras el parón de la pandemia, la ratio de deuda sobre PIB retomará una senda ascendente en 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. 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.

Proyecciones a largo plazo basadas en distintas sendas de saldo primario, escenarios APE y subida de tipos

