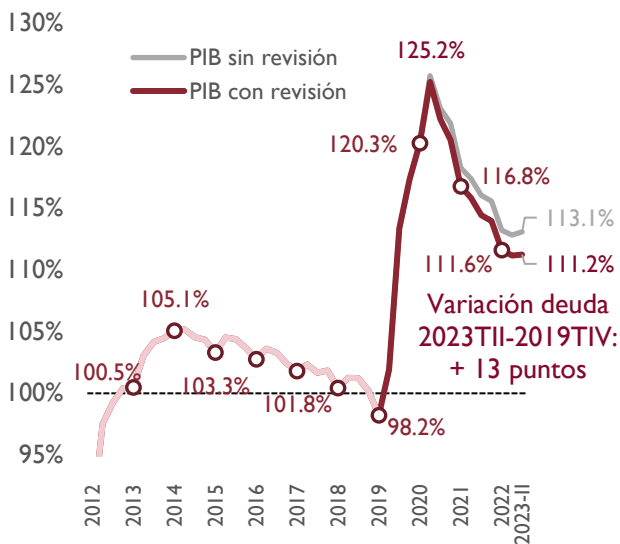


- *La ratio española de deuda sobre PIB se situó en el 111,2% en el segundo trimestre de 2023, lo que supone una reducción de 4 décimas respecto al final de 2022, de 3,2 puntos de PIB en el último año, y un incremento de 13 puntos respecto al nivel previo a la pandemia. En términos monetarios en 2023 la deuda pública ha continuado creciendo a un ritmo similar al del PIB nominal, hasta alcanzar los 1,558 billones de euros en julio.*
- *La reciente revisión de 22.997 millones de euros del nivel del PIB, ha supuesto una reducción de 1,84 puntos de la ratio de deuda como efecto de un mayor denominador del cociente, de los cuales 1,4 puntos se deben a las revisiones del PIB del año 2021.*
- *Tras el fuerte incremento inicial provocado por la pandemia, la ratio de deuda muestra una senda descendente. El perfil trimestral de la ratio de deuda ha mantenido una senda de reducción continuada durante ocho trimestres, que se ha visto interrumpida en el segundo trimestre de 2023, con una estabilización en el 112,1%.*
- *La reducción desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (125,2%) ha sido de 14 puntos. La corrección del déficit público junto con el rebote de la actividad y una inflación mucho más alta de lo esperado han logrado corregir aproximadamente la mitad del incremento provocado por la pandemia.*
- *No obstante, España es en la actualidad uno de los países de la UEM con mayores niveles de deuda, por detrás de Grecia e Italia y con un nivel similar al de Portugal y Francia. En 2019 España ya era uno de los países de la eurozona con la ratio de deuda más elevada, y la pandemia ha contribuido a consolidar esta situación.*
- *Las últimas proyecciones de AIReF recogidas en el “Informe sobre ejecución presupuestaria” mostraban para este año una disminución en la ratio de deuda sobre PIB de 3,1 puntos sobre el nivel registrado en 2022 hasta el 110,1%. Tras la revisión del PIB de la Contabilidad Nacional, la ratio se situará muy probablemente en un rango entre el 108 y el 109% a finales de año, mejorando la previsión presentada por el Gobierno en la APE 2023-2026 y las últimas proyecciones del FMI y la Comisión Europea.*
- *En cuanto a las condiciones de financiación, el rápido aumento de la rentabilidad exigida a la deuda soberana ha venido determinado por la respuesta de la política monetaria a la evolución de una inflación muy elevada y persistente. Nunca antes se había producido una subida tan rápida, intensa y generalizada de los tipos de interés de los distintos bancos centrales.*
- *Con unos tipos de interés en niveles claramente restrictivos y con indicios sólidos de que la transmisión de la política monetaria está funcionando, las autoridades monetarias han adoptado una actitud más cauta conscientes de que el impacto macroeconómico de los incrementos de tipos opera con cierto retardo. Sin descartar alguna subida más, la estrategia de los bancos centrales pasa por mantener los tipos en región restrictiva un periodo “suficientemente largo” de tiempo, condicionando las futuras decisiones a la evolución de los datos de actividad e inflación que se vayan recibiendo.*

- Tras el fuerte repunte de 2022, la rentabilidad de la deuda soberana europea se ha mantenido relativamente estable a lo largo de 2023 consolidando los niveles alcanzados, sobre todo a partir del primer trimestre donde ha fluctuado en un rango de 50 p.b.
- Los mercados han empezado a cotizar una posible relajación de las condiciones de financiación más allá de 2023 ya que los últimos datos de inflación permiten vislumbrar cierta moderación. Este hecho ha supuesto que el diferencial de la deuda a largo plazo sobre el corto plazo se haya estrechado considerablemente en los últimos meses (150 p. b.), incluso marcando un mínimo de 4 p. b. a finales del mes de junio.
- El aumento de las rentabilidades como consecuencia de la elevada inflación ha sido un fenómeno global. En este sentido cabe destacar que la deuda española a 10 años ha mantenido estabilizado su diferencial respecto a la alemana en un nivel relativamente bajo (en torno a 100 p. b.). Este hecho, junto con el mantenimiento de la cotización de los seguros de crédito (CDS) en unos niveles muy contenidos, es una señal de que los inversores no perciben deterioro de la salud financiera de la deuda pública española a pesar del alza de su rentabilidad.
- En cuanto a la financiación del Estado, tras alcanzar su mínimo en 2021, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro se ha incrementado desde el -0,04% hasta el 3,33% en agosto de 2023, un valor no registrado desde el año 2011. Este mayor coste de emisión ha generado igualmente un punto de inflexión en el coste medio de la cartera de deuda del Estado, que ha aumentado desde su mínimo histórico del 1,64% hasta el 2,02%.
- El gasto por intereses del total de las AAPP se ha incrementado 5.550 millones de euros en 2022 hasta un total de 31.595 millones, lo que representa un 2,3% del PIB. En 2022 el gasto por intereses en términos nominales ha consolidado y acelerado el cambio de tendencia que se inició en 2021 tras siete años continuados de reducción. De haberse mantenido en 2022 el mismo tipo implícito de 2021 (1,9% vs. 2,2%), la carga financiera se habría incrementado tan solo 1.576 millones de euros, esto es, 3.974 millones menos.
- Gran parte del incremento de la carga financiera se ha producido como consecuencia de la revalorización de la cartera de deuda ligada a la inflación, ya que la elevada vida media de la cartera de deuda hace que la traslación de los mayores tipos de emisión se produzca de forma gradual. Si se excluye esta revalorización, el gasto por intereses habría continuado descendiendo en 2022 dado que todavía siguen amortizándose bonos emitidos con rentabilidades relativamente altas, no muy lejos de las registradas a lo largo de ese año.
- La deuda ligada a la inflación se sitúa ligeramente por encima del 5% del total de la cartera, en línea con la de otros grandes emisores europeos. Más allá del impacto coyuntural reciente del episodio de elevada inflación en la carga financiera, mantener un programa de deuda ligada a la inflación es un activo necesario para una buena diversificación de la base inversora del Tesoro que tiene que cubrir unas necesidades de financiación elevadas.
- Según las previsiones de AIReF, en 2023 el tipo medio de emisión cerrará el año ligeramente por encima del 3%, aumentando hasta el 3,4% en los próximos años. Estos tipos de emisión elevarían el tipo implícito al 2,8% y el gasto en intereses al 2,9% del PIB en 2026.
- La alta rentabilidad de los valores a corto plazo ha tenido un efecto muy considerable en la distribución las tenencias de las Letras del Tesoro, donde los hogares e instituciones no financieras han incrementado notablemente su participación en el último año, pasando de una cuota del 0,1% en julio de 2022 al 35,2% en julio de 2023.

Deuda (% PIB), evolución trimestral



Fuente: INE y Banco de España

La ratio española de deuda sobre PIB se situó en el 111,2% en el segundo trimestre de 2023, lo que supone una reducción de 4 décimas respecto al final de 2022, de 3,2 puntos de PIB en el último año, y un incremento de 13 puntos respecto al nivel previo a la pandemia. En términos monetarios en 2023 la deuda pública ha continuado creciendo, a un ritmo similar al del PIB nominal, hasta alcanzar los 1,558 billones de euros en julio.

La reciente revisión del PIB, ha supuesto una reducción de 1,84 puntos de la ratio de deuda. El aumento de 22.997 millones de euros del nivel del PIB en el segundo trimestre de 2023 según los datos de la última revisión de la Contabilidad Nacional, ha supuesto una reducción de 1,84 puntos de la ratio de deuda como efecto de un mayor denominador del cociente, de los cuales 1,4 puntos se deben a las revisión del PIB del año 2021.

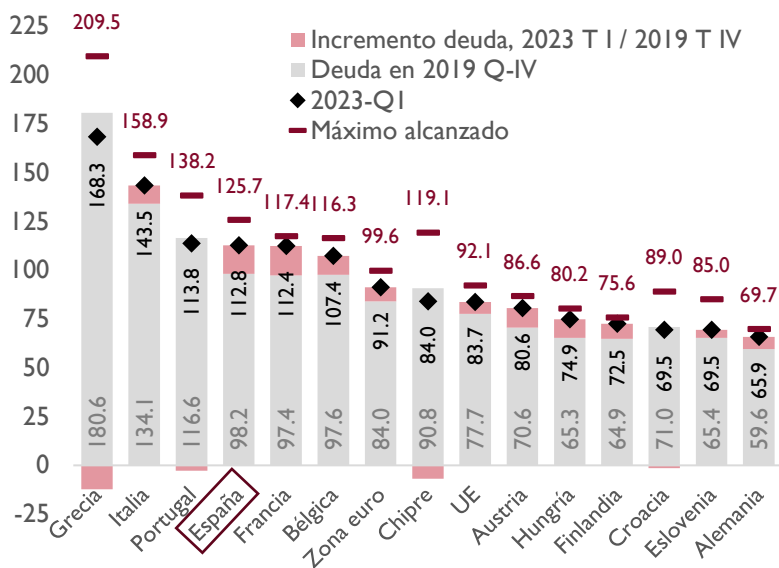
Tras el fuerte incremento inicial provocado por la pandemia, la ratio de deuda muestra una senda descendente. El perfil trimestral de la ratio de deuda ha mantenido una senda de reducción continuada durante ocho trimestres, que se ha visto interrumpida en el segundo trimestre de 2023, con una estabilización en el 112,1%.

La reducción desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (125,2%) ha sido de 14 puntos. La corrección del déficit público (del 10,1% en 2020 al 4,7% de PIB en 2022) junto con el rebote de la actividad y una inflación mucho más alta de lo esperado han logrado corregir aproximadamente algo más de la mitad del incremento provocado por la pandemia.

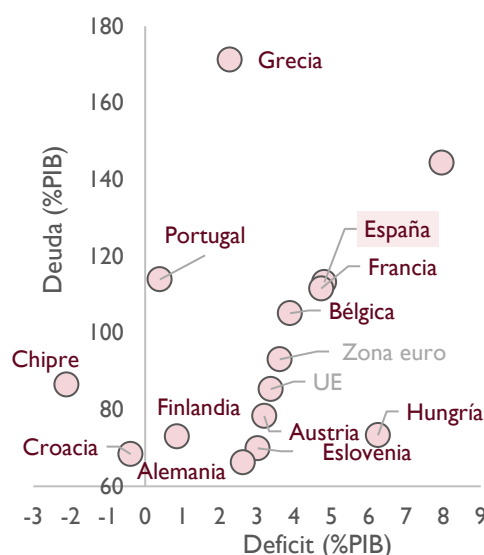
No obstante, España es en la actualidad uno de los países de la UEM con mayores niveles de deuda, por detrás de Grecia e Italia y con un nivel similar al de Portugal y Francia. En 2019 España ya era uno de los países de la eurozona con la ratio de deuda más elevada, y la pandemia ha contribuido a consolidar esta situación. A pesar de la reducción de 13 puntos desde el techo, España junto con Francia, son los países que más han aumentado su deuda por la crisis de la Covid, y los que mantienen unos de los niveles de déficit más elevados. En cambio Portugal, tras un repunte inicial similar, ha conseguido reducir su déficit en los tres últimos años hasta alcanzar casi el equilibrio presupuestario.

Países de la Unión Europea con una ratio de deuda superior al 60% del PIB

Deuda (% PIB) en 2023 Q-I, y variación respecto al nivel pre-Covid

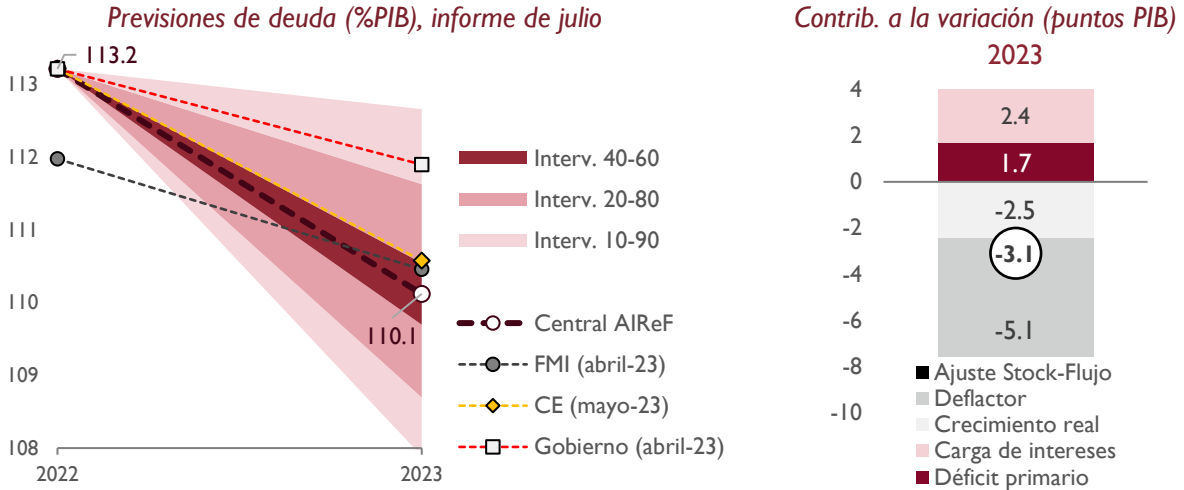


Déficit y deuda (% PIB) en 2022



Fuente: Eurostat y Ameco

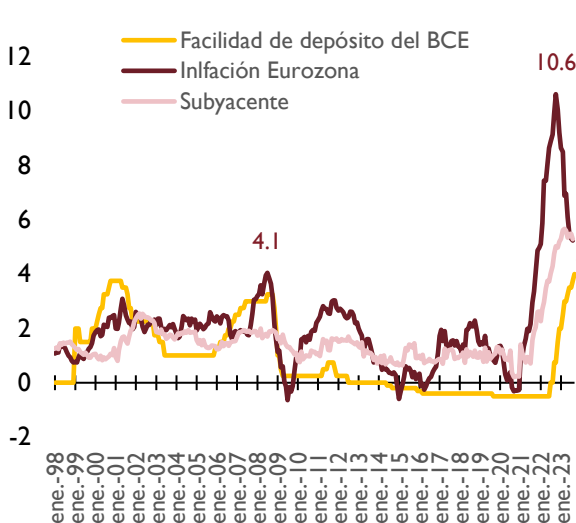
Las últimas proyecciones de AIReF recogidas en el (["Informe sobre ejecución presupuestaria, deuda pública y regla de gasto 2023"](#)) mostraban para este año una disminución en la ratio de deuda sobre PIB de 3,1 puntos sobre el nivel registrado en 2022. Tras la última revisión del PIB de la Contabilidad Nacional, la ratio se situará muy probablemente en un rango entre el 108 y el 109% a finales de año, mejorando la previsión presentada por el Gobierno en la APE para 2023 (111,9%) y las últimas proyecciones del FMI y la Comisión Europea. El déficit público seguirá contribuyendo al incremento de la deuda de una manera similar al 2022 y la reducción de la ratio vendrá sustentada principalmente por el crecimiento nominal del PIB, donde el deflactor tendrá una contribución muy notable.



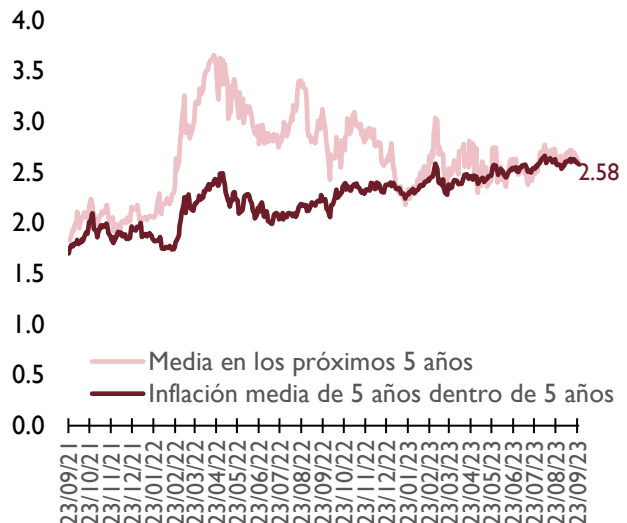
Fuente: AIReF, FMI, Comisión Europea y Gobierno

La inflación general ha descendido sostenidamente desde el pico alcanzado en 2022, y lo ha hecho principalmente gracias a los precios energéticos, tanto por su efecto base como por los menores costes de la energía. Este arrastre de la energía se filtrará, indirectamente, al resto de la cesta de precios en los próximos meses, lo que intensificará el descenso de la inflación. Sin embargo, en lo que va de año, las presiones de precios subyacentes han mostrado más resistencia de lo inicialmente previsto. Las expectativas de inflación a largo plazo descontadas por el mercado, medidas a través del 5Y-5Y (inflación promedio esperada para un periodo de 5 años que se iniciará dentro de 5 años) se mantienen estables en el 2,6%.

Inflación armonizada de la Eurozona (tasa interanual) y tipo de la facilidad de depósito del BCE (%)



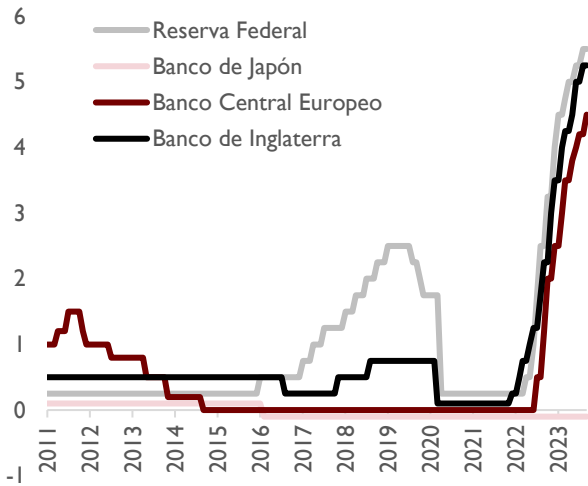
Expectativas de inflación de la Eurozona



Fuente: Eurostat y Refinitiv

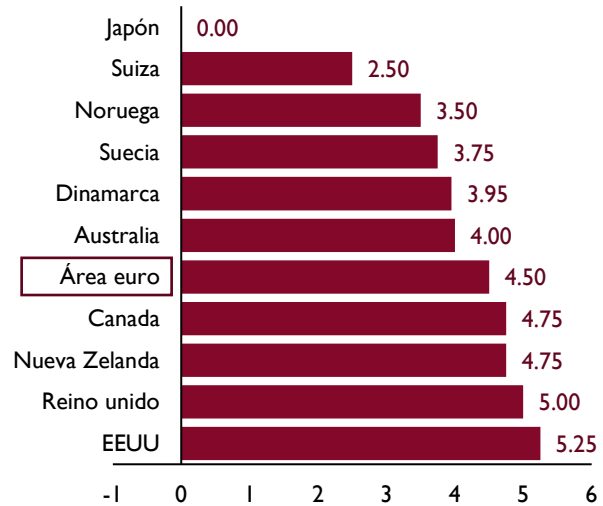
La evolución de la inflación, más elevada y persistente que lo inicialmente anticipado por los bancos centrales, ha obligado en el último año a intensificar el tono restrictivo de la política monetaria. Nunca se había producido una subida tan rápida, intensa y generalizada de los tipos de interés de los distintos bancos centrales. En conjunto, se aprecia una subida acumulada entre 400 y 500 puntos básicos en los tipos de interés mundiales a lo largo del último año tras una década de rentabilidades cercanas a cero o incluso en niveles negativos en algunos países. En el caso de la Reserva Federal el incremento ha sido de 525 puntos básicos desde marzo de 2022, el ciclo de endurecimiento más rápido e intenso vivido desde los ochenta. Por su parte, el BCE acumula un incremento de sus tipos oficiales de intervención de 450 puntos básicos desde julio de 2022.

Tipos de interés oficiales

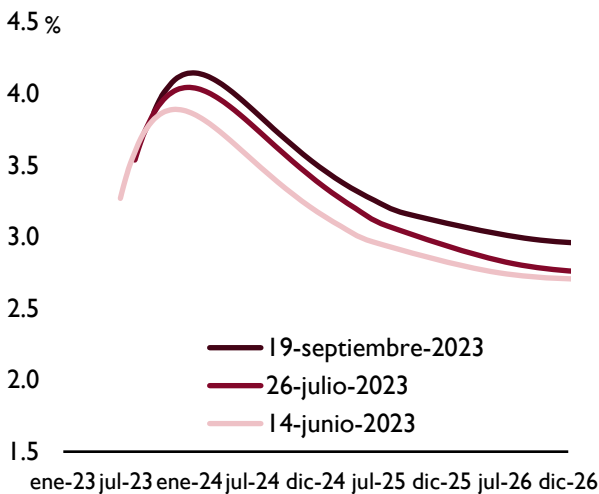


Fuente: BCE y Refinitiv

Variación acumulada en 2022 y 2023 (p.p.)



Tipos de interés del euro descontados (OIS €ster forward instantáneo)



Fuente: Refinitiv

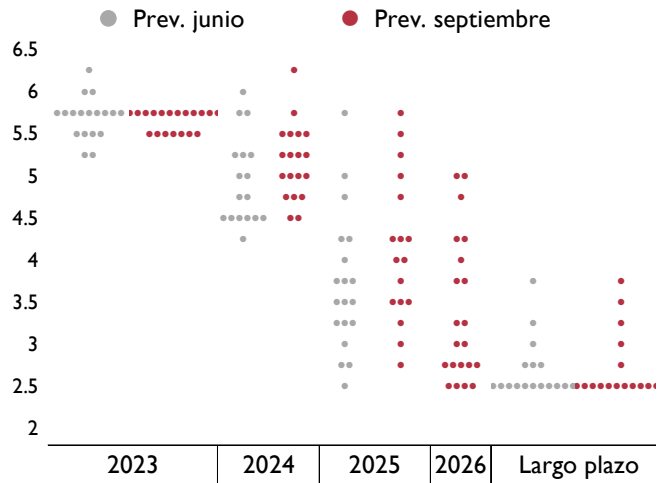
Sin poder descartar alguna subida más, la estrategia de los bancos centrales pasa por mantener los tipos en región restrictiva un periodo de tiempo “suficientemente largo”, condicionando cualquier próximo paso a la evolución de los datos de actividad e inflación. Con unos tipos de interés en niveles claramente restrictivos y con indicios sólidos de que la transmisión de la política monetaria está funcionando, las autoridades monetarias han adoptado una actitud más prudente, conscientes de que el impacto macroeconómico de los incrementos de tipos opera con cierto retardo.

En su última reunión de septiembre el BCE volvió a subir sus tipos de interés 25 p. b., destacando que las cotas actuales pueden suponer el fin del ciclo de incrementos, pero sin cerrar del todo la puerta a nuevas subidas. Las expectativas implícitas en los mercados monetarios apuntan a que el BCE mantendría el tipo de

la facilidad de depósito en el 4,00% (tipo de financiación en el 4,50%) hasta el 3T 2024, cuando podría producirse un primer recorte de tipos de interés.

En Estados Unidos, la FED decidió en su reunión del 20 de septiembre mantener los tipos de interés en el intervalo 5,25%-5,50%. Sin embargo, el tono de la comunicación combinado con la revisión al alza de las previsiones de crecimiento y el gráfico de puntos ("dot plot"), sugiere que es posible que se produzca un aumento adicional en lo que queda del año. La mayoría de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) prevén un aumento adicional en las tasas de interés antes de que termine el año y el miembro con voto medio ahora proyecta que las tasas de interés a fines de 2024 y 2025 serán medio punto porcentual más altas de lo que se pronosticaba en junio (5,1% y 3,9%, respectivamente). La probabilidad que cotiza el mercado de una subida de tipos en las reuniones de noviembre o diciembre es de más del 50% (40% anteriormente) y el tipo oficial descontado para finales de 2024 es el 4,75% (4,5% anteriormente).

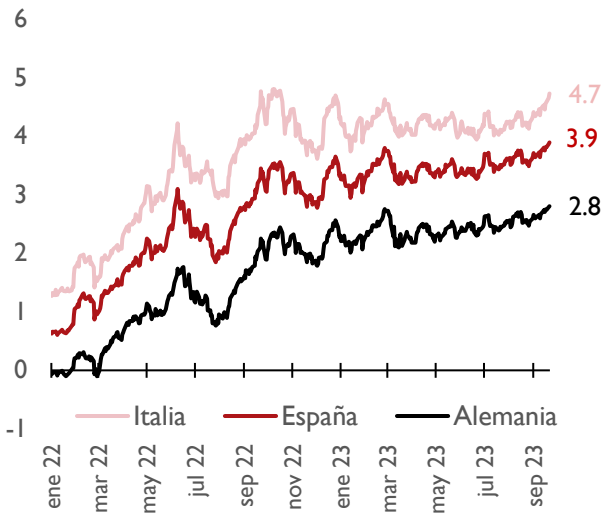
Previsiones de tipos de interés de los participantes del Comité del Mercado Abierto de la FED ("dot plot")



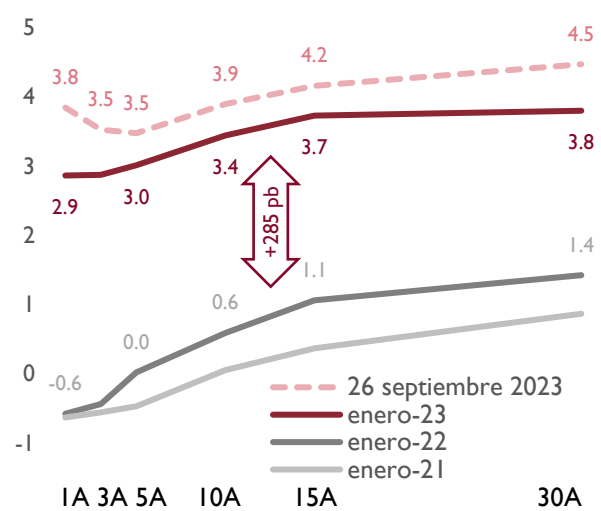
Fuente: Reserva Federal EE. UU.

Tras el fuerte repunte de 2022, la rentabilidad de la deuda soberana europea se ha mantenido relativamente estable a lo largo de este año consolidando los niveles alcanzados, sobre todo a partir del primer trimestre donde ha fluctuado en un rango de 50 p.b. El último movimiento de subida de tipos por parte del BCE ha impulsado los rendimientos de las principales referencias de deuda europea a valores próximos a los máximos de los últimos meses. La perspectiva de que los tipos de interés del BCE estén cerca de su pico mantuvo planos los tipos interbancarios, con el euríbor a 12 meses estable en torno al 4,1% desde junio tras su fuerte ascenso desde el inicio de 2022.

Rentabilidad de la deuda soberana a 10 años (%)



Curva española de tipos de interés (%)



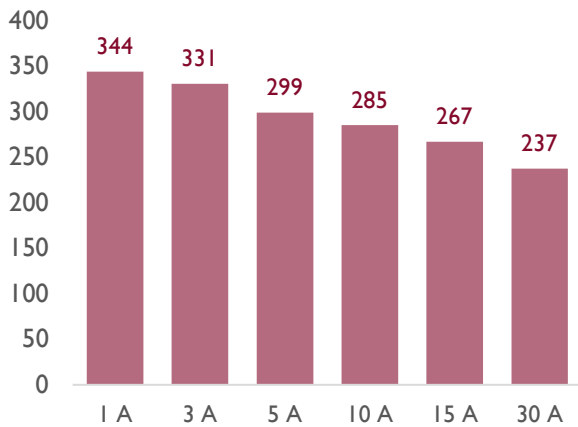
Rentabilidad a 10 años a 26 de septiembre

2.80	4.33	3.37	3.57	3.89	4.73	4.28	4.52
Alemania	Reino Unido	Francia	Portugal	España	Italia	Grecia	EEUU

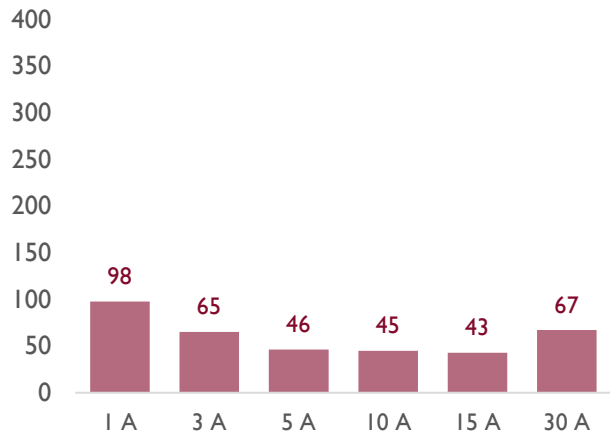
Fuente: BCE y Refinitiv

En 2022 la deuda española registró un incremento cercano a 300 pb en el tramo medio de la curva de tipos (+299 pb a 5 años y +285 pb a 10 años), y en torno a 250 pb en el tramo largo (+267 pb a 15 años y +237 pb a 30 años). El incremento en el tramo corto fue notablemente superior (+344 pb a 1 año y +331 pb a 3 años), produciendo un considerable aplanamiento en la curva de rendimientos, donde el diferencial de la deuda a 30 años sobre la de un año se llegó a situar en 70 pb. El principal motivo del fuerte desplazamiento de la curva en 2022 fueron las subidas de los tipos de referencia que tuvieron lugar y los que se descontaban en el futuro.

Variación acumulada de la curva de rentabilidades de la deuda española
 En 2022 (pb)

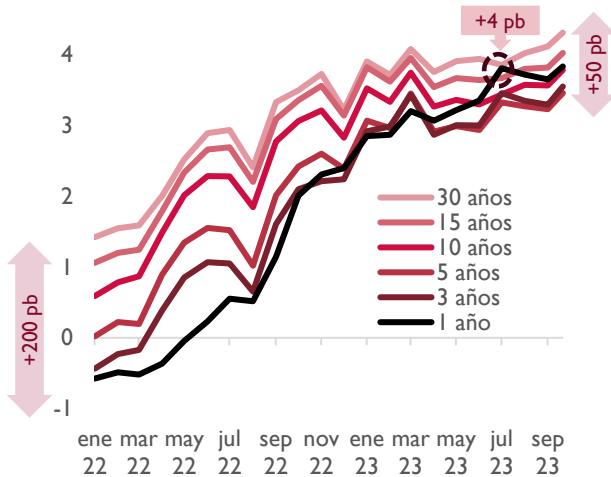


En 2023 (pb), a 26 de septiembre



Fuente: Refinitiv y AIReF

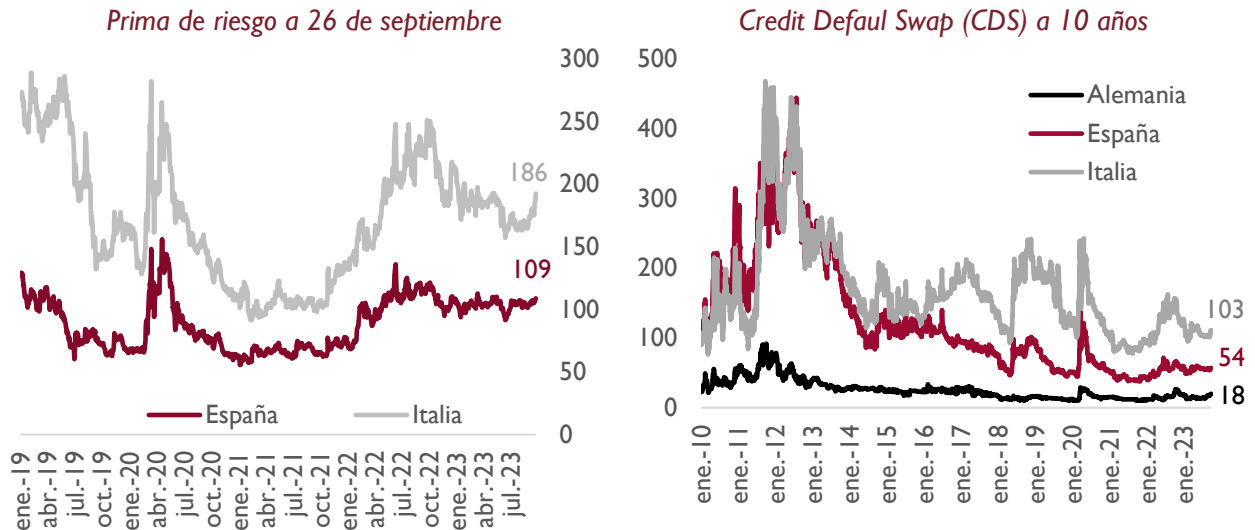
Rentabilidad de la deuda española, todos los plazos (%)



En 2023 la curva de tipos ha continuado aplanándose, subiendo de forma más considerable la rentabilidad a 1 año, pero con cierta estabilización en los demás plazos. Los mercados han empezado a cotizar una posible relajación de las condiciones de financiación más allá de 2023 ya que los últimos datos de inflación permiten vislumbrar moderación. Este hecho ha supuesto que el diferencial de la deuda a largo plazo sobre el corto plazo (30 años vs.1 año) se haya estrechado 150 p. b., desde los 200 de comienzo de 2022 hasta los 50 de septiembre de 2023, marcando un mínimo de 4 p. b. a finales del mes de junio

Fuente: Refinitiv

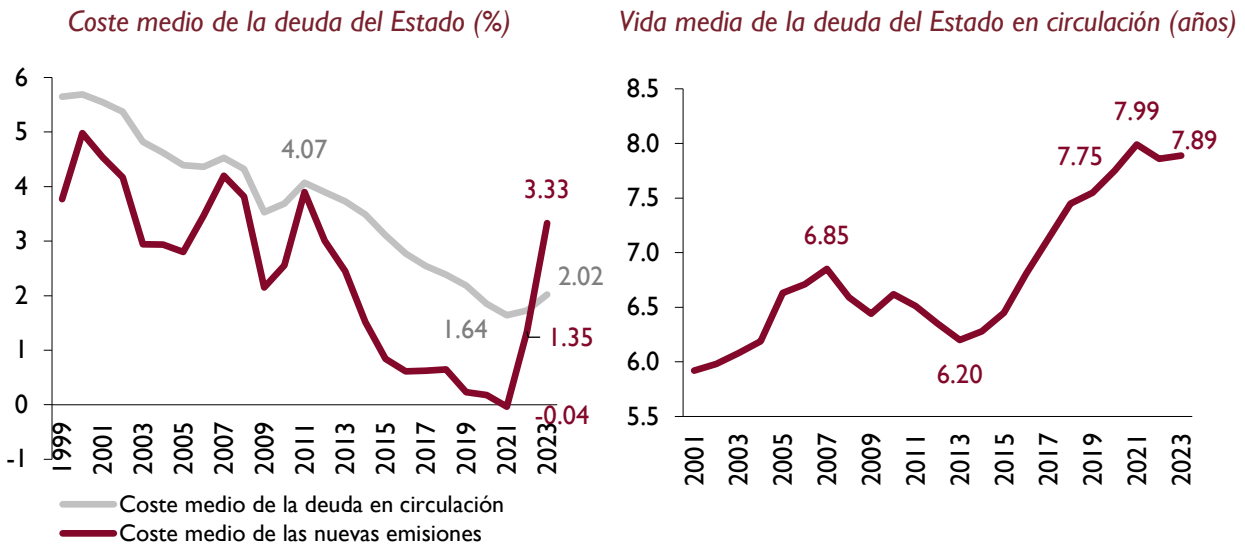
El aumento de las rentabilidades como consecuencia de la elevada inflación ha sido un fenómeno global. En este sentido cabe destacar que la deuda española a 10 años ha mantenido en 2023 su diferencial respecto a la alemana estabilizado en torno a 100 p. b., que en términos históricos es relativamente bajo. Este hecho, junto con el mantenimiento de la cotización de los seguros de crédito (CDS) en unos niveles muy contenidos, es una señal de que los inversores no perciben un deterioro de la salud financiera de la deuda pública española a pesar del alza de su rentabilidad.



Prima de riesgo a 26 de septiembre



En cuanto a la financiación del Estado, tras alcanzar su mínimo en 2021, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro se ha incrementado desde el -0,04% hasta el 3,33% en agosto de 2023, un valor no registrado desde el año 2011. Este coste de emisión más elevado ha generado igualmente un punto de inflexión en el coste medio de la cartera de deuda del Estado, que ha aumentado desde su mínimo histórico del 1,64% hasta el 2,02%.

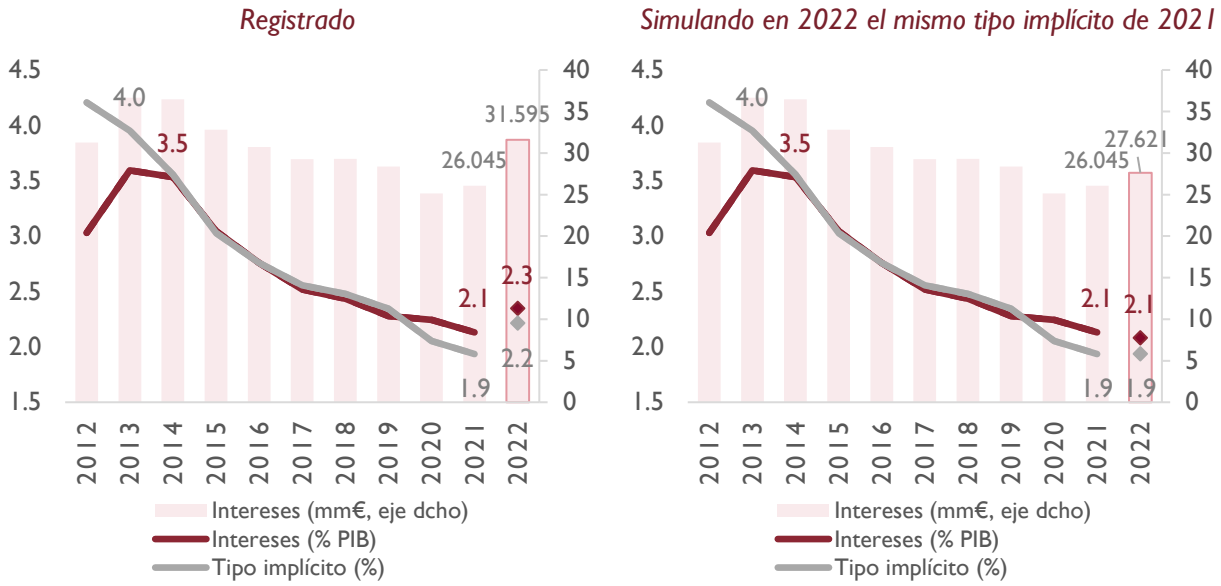


Fuente: Tesoro Público, hasta agosto de 2023

El gasto por intereses del total de las AA. PP. se ha incrementado 5.550 millones en 2022 hasta un total de 31.595 millones de euros, lo que supone un 2,3% del PIB. En 2022 el gasto por intereses en términos nominales ha consolidado y acelerado el cambio de tendencia que se inició en 2021 tras siete años continuados de reducción. La elevada vida media de la cartera de deuda, cercana a los ocho años, hace que la traslación de los mayores tipos de emisión se produzca de forma gradual. La revisión del PIB ha supuesto en este caso una reducción de una décima del gasto en intereses como porcentaje del PIB en 2022, pasando del 2,4 al 2,3%.

De haberse mantenido en 2022 el mismo tipo implícito de 2021 (1,9% vs. 2,2%), la carga financiera se habría incrementado tan solo 1.576 millones de euros, esto es, 3.974 millones menos. Bajo este supuesto, los intereses en % del PIB habrían permanecido en el 2,1% (en vez de incrementarse hasta el 2,3%)

Carga financiera y tipo implícito de la deuda (%)

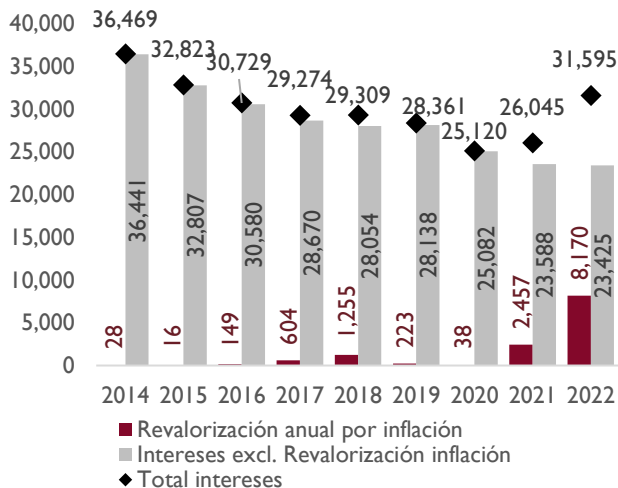


Fuente: Tesoro Público, IGAE y AIReF

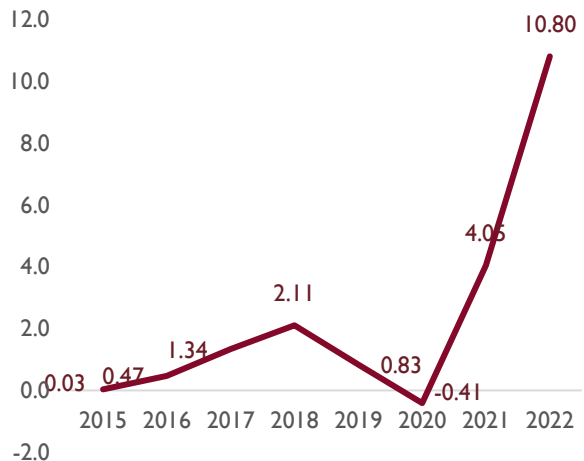
Cabe destacar que el fuerte incremento de la carga financiera de 2022 se ha producido como consecuencia de la revalorización de la cartera de deuda ligada a la inflación, la cual ha supuesto más de 8.000 millones de euros. Si se excluye la revalorización debida a la inflación de 2021 y 2022, la carga financiera habría incluso continuado descendiendo en 2022 (163 millones de euros). Este hecho se produce porque todavía siguen amortizándose bonos emitidos con rentabilidades relativamente altas, no muy lejos de las registradas en 2022.

La deuda ligada a la inflación se sitúa ligeramente por encima del 5% del total de la cartera, en línea con la de otros grandes emisores europeos. Más allá del impacto coyuntural reciente del episodio de elevada inflación en la carga financiera, mantener un programa de deuda ligada a la inflación es un activo necesario para una buena diversificación de la base inversora del Tesoro, que tiene que cubrir unas necesidades de financiación elevadas. Mantener unas curvas líquidas supone emitir frecuentemente las referencias a distintos plazos, que se adjudican a tipos de emisión más reducidos, teniendo en cuanta las expectativas de inflación en cada momento. De esta forma, el programa de *linkers* hubiera batido al hipotético alternativo en los años en los que la inflación fue menor de lo esperado, esto es 2015, 2016, 2019 y 2020.

Gasto en intereses (millones de euros)

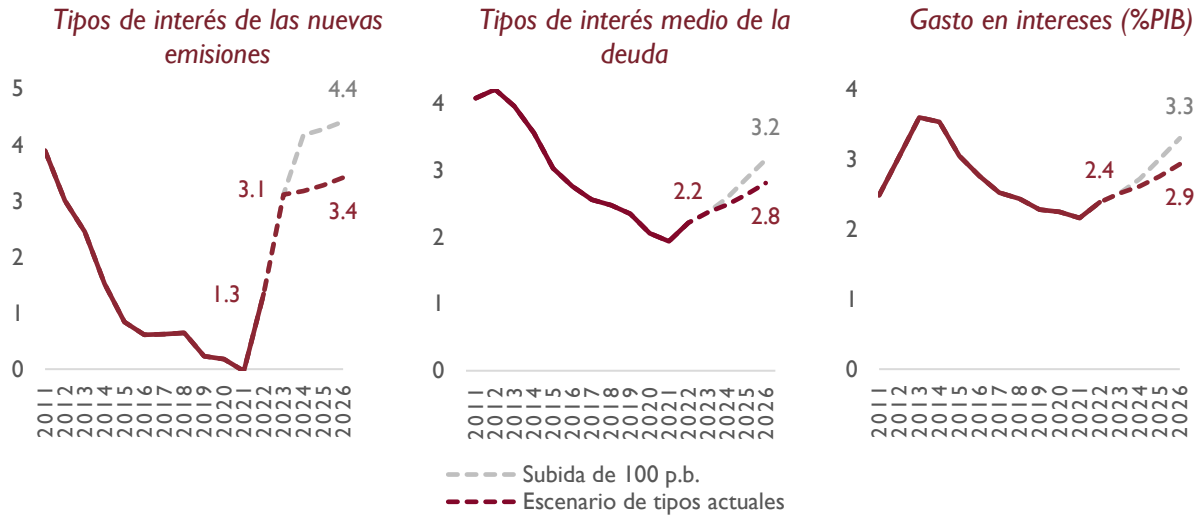


IPCA eurozona excl. tabaco (% variación)

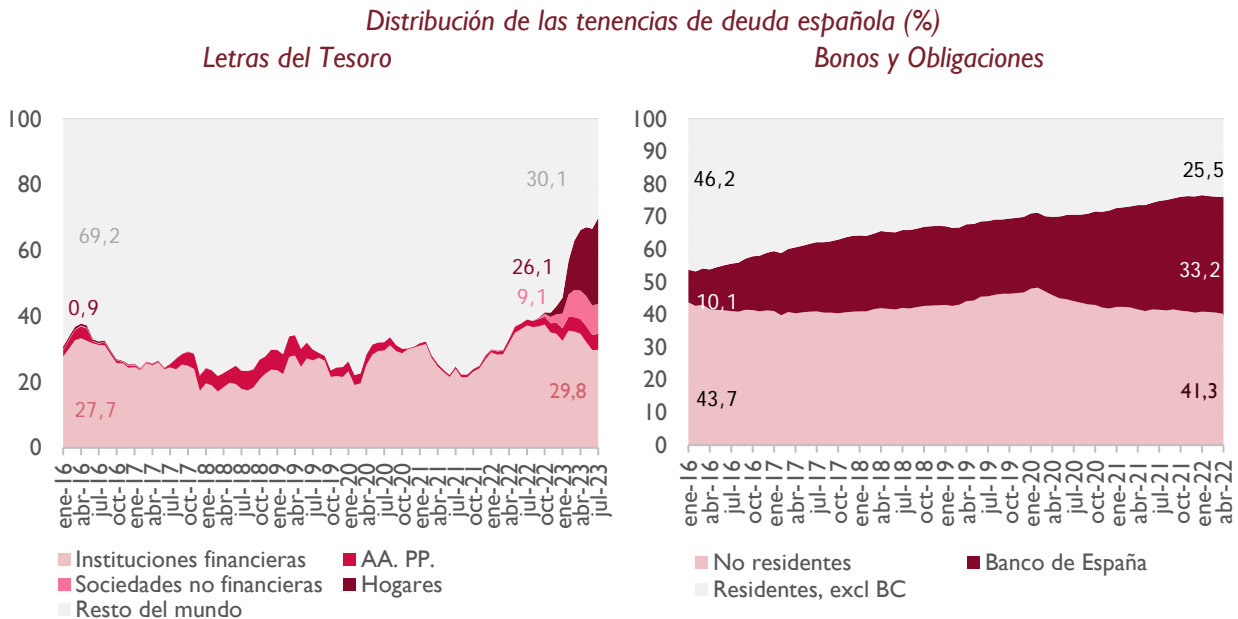


Fuente: IGAE y AIReF

Según las previsiones de AIReF, en 2023 el tipo medio de emisión cerrará el año ligeramente por encima del 3%, aumentando hasta el 3,4% en los próximos años. Estos tipos de emisión elevarían el tipo implícito al 2,8% y el gasto en intereses al 2,9% del PIB en 2026. De acuerdo con las simulaciones de AIReF un incremento adicional de tipos de 100 p.b. a partir de 2024 en todos los tramos de la curva no supondría un cambio sustantivo en la evolución de la ratio de deuda a corto plazo (en concreto, generaría un incremento de 0,5 puntos en 2026). No obstante, sí supondría cierto aumento de la carga financiera en porcentaje del PIB (de 0,4 puntos, elevándola al 3,3%) y un gasto adicional acumulado en intereses en 2026 algo superior a 10.000 millones de euros.



La alta rentabilidad de los valores a corto plazo ha tenido un efecto muy considerable en la distribución las tenencias de las Letras del Tesoro, donde los hogares e instituciones no financieras han incrementado notablemente su participación. La elevada remuneración de las Letras del Tesoro en comparación con otros activos financieros alternativos como los depósitos bancarios ha supuesto cierto trasvase del ahorro en favor de los títulos del Estado. De esta forma, los hogares han pasado en el último año de tener 25 millones de euros en julio de 2022 a 18.523 millones en julio del 2023, y la sociedades no financieras de 46 millones a 6.485 millones, con una cuota conjunta que se ha incrementado del 0,1% al 35,2%. Por otro lado, 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 a largo plazo, incrementando 23 puntos su cuota de participación en el total de la deuda en los últimos cinco años hasta el entorno del 33%. 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%.



Fuente: Banco de España