

- *La ratio española de deuda sobre PIB se situó a finales de 2023 en el 107,7%, lo que supone una reducción de 3,9 puntos en el año y un incremento de 9,5 puntos respecto al nivel previo a la pandemia.*
- *La reducción de la ratio en 2023 se debe principalmente a una contribución elevada del deflactor del PIB. La contribución del crecimiento a la caída de la ratio fue de 8,8 puntos, de los cuales 2,6 puntos se debieron al crecimiento real, y 6,2 puntos al del deflactor. Por su parte, los factores fiscales han aportado un incremento de 4,9 puntos, lo que representa una reducción de seis décimas de PIB respecto al año pasado.*
- *Tras el fuerte incremento inicial provocado por la pandemia, la ratio de deuda muestra una senda de reducción. El perfil trimestral presenta una senda descendente en los últimos once trimestres, con una reducción acumulada de 17,6 puntos desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (125,3%).*
- *Las previsiones macro-fiscales de AIReF proyectan para este año una disminución de la ratio de deuda de 1,4 puntos del PIB sobre el nivel registrado en 2023, que la situarían en el 106,3% a finales del año 2024. El déficit público seguirá contribuyendo al incremento de la deuda, aunque con una aportación ligeramente menor a la del año 2023, y la reducción de la ratio vendrá sustentada principalmente por el crecimiento nominal del PIB, donde el deflactor seguirá teniendo una contribución muy notable.*
- *Esta previsión si sitúa en línea con la presentada por el Gobierno en el borrador de Plan Presupuestario para 2024, y está en el rango de las últimas previsiones del FMI (104,7%) y la Comisión Europea (106,5%).*
- *El aumento de los costes de financiación de la deuda se ha moderado. La inflación retrocede de forma clara en 2023, lo que ha permitido los Bancos Centrales frenar el endurecimiento de la política monetaria tras 18 meses de continuadas subidas de tipos de interés.*
- *Apoyados en la favorable evolución de inflación y en la previsible moderación de la actividad económica, las expectativas de los inversores se han estabilizado alrededor de un escenario de recorte de tipos oficiales que empezaría en el segundo trimestre del año. Por su parte, las autoridades monetarias también apuntan a recortes en 2024, pero con mayor cautela, hasta tener un elevado grado de confianza en la vuelta de la inflación al objetivo.*
- *En los mercados de deuda soberana, el previsible fin del ciclo de subida de tipos se ha traducido en una corrección en la última parte del año, tras los fuertes incrementos de las rentabilidades que se observaron a lo largo de 2022 y en buena parte de 2023. Tras dos años donde la rentabilidad de la deuda española ha acumulado un incremento medio de 450 p.b, entre mediados de octubre y final de 2023 la rentabilidad a 10 años ha descendido en torno a 100 p. b.*

- No obstante, 2024 ha comenzado con un ligero repunte en las rentabilidades, corrigiendo parte del fuerte descenso registrado en la última parte de 2023 debido a un reajuste de expectativas acorde con una estrategia de política monetaria prudente anunciada por el Banco Central Europeo.
- El diferencial del bono a 10 años de España frente al de Alemania ha vuelto a situarse por debajo de los 100 pb, reduciendo 25 puntos desde los 115 registrados en octubre.
- Tras alcanzar un mínimo en 2021 del -0,04%, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro se ha incrementado en 2023 hasta situarse en el 3,44%, 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 2,09%.
- El gasto por intereses del total de las AAPP se ha incrementado algo más de 8.500 millones desde el mínimo registrado en 2020 hasta un total de 33.763 millones de euros en el tercer trimestre de 2023. A pesar de que el Tesoro ha tenido que colocar su deuda a unos tipos superiores, una inflación más contenida ha permitido que el gasto crezca a una tasa más moderada en 2023 (en torno al 6%), comparada con el fuerte repunte de 2022 (21%).
- La elevada vida media de la cartera de deuda, que hace que la traslación de los mayores tipos de emisión se produzca de forma gradual, junto al fuerte crecimiento de la economía, ha posibilitado que la carga financiera medida como porcentaje del PIB haya crecido de forma muy moderada hasta situarse en el 2,3 % del PIB.
- Este nuevo entorno de tipos de interés implica una vulnerabilidad para la sostenibilidad de las finanzas públicas, dado el elevado endeudamiento que tendrá que ser refinanciado a unos tipos significativamente más elevados.
- Para 2024 el Tesoro Público propone un programa de financiación similar al del pasado ejercicio, reduciendo las emisiones netas 10.000 millones de euros hasta los 55.000 millones. La emisión bruta prevista es de 257.572 millones de euros, alrededor de un 2% superior a la de 2023, aunque en porcentaje del PIB se mantiene en el 17%, una ratio relativamente baja en términos históricos, que en circunstancias normales representa un reducido riesgo de refinanciación.
- 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 amortizaciones en ningún año.
- En 2024 el Tesoro Público seguirá promoviendo la diversificación de la base inversora en un contexto de reducción del balance del Banco Central Europeo. Dentro de las tendencias observadas en la distribución de la deuda pública española durante 2023, cabe destacar el elevado interés de los hogares en las Letras del Tesoro, que ya alcanzan un tercio del total de tenencias. La reducción de las tenencias de deuda del Banco de España está en línea con los anuncios del Banco Central Europeo sobre la reducción de su balance.

- *La reforma de la gobernanza económica de la UE ha recorrido un largo camino desde el lanzamiento de la primera consulta pública por parte de la Comisión Europea en febrero de 2020 hasta el pasado 9 de febrero de 2024, fecha en la que finalmente se cerró la negociación de los trílogos entre el Parlamento, la Presidencia del Consejo y la Comisión.*
- *Los Planes Fiscales Estructurales de medio plazo pasan a ser el elemento principal donde se plasme la estrategia fiscal de cada Estado Miembro. Estos Planes deberán presentarse no más tarde del 20 de septiembre de 2024.*
- *A la espera de conocer la redacción final de la reforma, la AIReF viene realizando ejercicios para ilustrar el ajuste que resultaría necesario abordar. En este sentido, de acuerdo a las proyecciones macro-fiscales del Plan Presupuestario de octubre de 2023, un ajuste lineal anual de 0,64 puntos de PIB durante el periodo 2025-2028, hasta un total de 2,56 puntos acumulados, cumpliría con los requisitos del nuevo marco.*

Deuda (PIB), evolución trimestral



Fuente: INE y Banco de España

de deuda de las CCAA se ha reducido 1,4 puntos, hasta el 22,3% del PIB. Por su parte, las Corporaciones Locales han reducido ligeramente su deuda hasta el 1,6%.

La reducción de la ratio en 2023 ha sido significativa, como consecuencia principalmente de una contribución elevada del deflactor del PIB. El PIB nominal ha crecido un 8,6% en 2023. La contribución del crecimiento a la caída de la ratio ha sido de 8,8 puntos, de los cuales 2,6 puntos vienen por la parte real, y 6,2 puntos del deflactor. Por su parte, los factores fiscales (déficit principalmente) han aportado un incremento de 4,9 puntos, lo que representa una reducción de seis décimas de PIB respecto al año pasado.

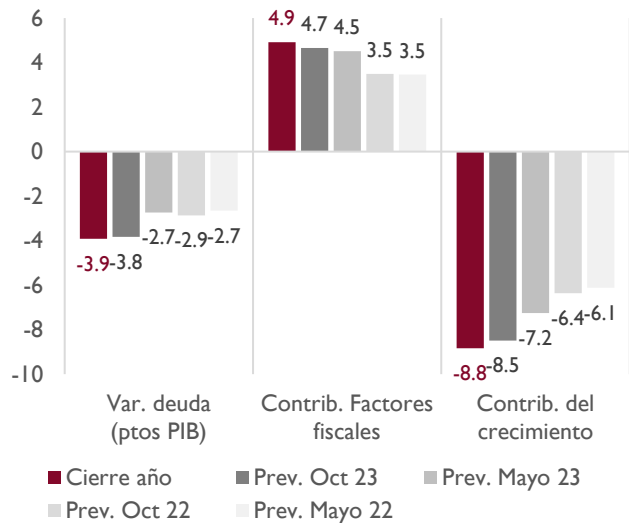
La evolución de la ratio ha estado en línea con las últimas previsiones de los distintos organismos nacionales e internacionales, incluida la AIReF. La AIReF estimó para 2023 una reducción de la ratio de entre 2,7 y 3,8 puntos de PIB durante las distintas ventanas de previsión, en línea con los 3,9 finalmente registrados. La infraestimación de la contribución del crecimiento del PIB a la reducción de la ratio, se ha visto compensado con infraestimación de la mayor contribución positiva de los factores fiscales.

Tras el fuerte incremento inicial provocado por la pandemia, la ratio de deuda muestra una clara senda de reducción. Cierta corrección del elevado déficit público junto con un crecimiento y una inflación mucho más alta de lo esperado han logrado corregir aproximadamente dos tercios del incremento de deuda provocado por la pandemia, situando la ratio en una clara senda descendente. De los 9,5 puntos de incremento de la ratio en los últimos cuatro años, los factores fiscales (déficit más otras variaciones de deuda) han contribuido con una aportación positiva de 28,1 puntos, que ha sido compensada parcialmente con la contribución del crecimiento nominal (18,7 puntos) donde el deflactor del PIB ha aportado 14,9 puntos y el crecimiento real 3,8 puntos.

La ratio española de deuda sobre PIB se situó a finales de 2023 en el 107,7%, lo que supone una reducción de 3,9 puntos en el año y un incremento de 9,5 puntos respecto al nivel previo a la pandemia. En términos monetarios la deuda pública ha continuado creciendo en 2023 hasta alcanzar los 1,575 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 su ratio. El perfil trimestral presenta una senda descendente en los últimos once trimestres, con una reducción acumulada de 17,6 puntos desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (125,3%).

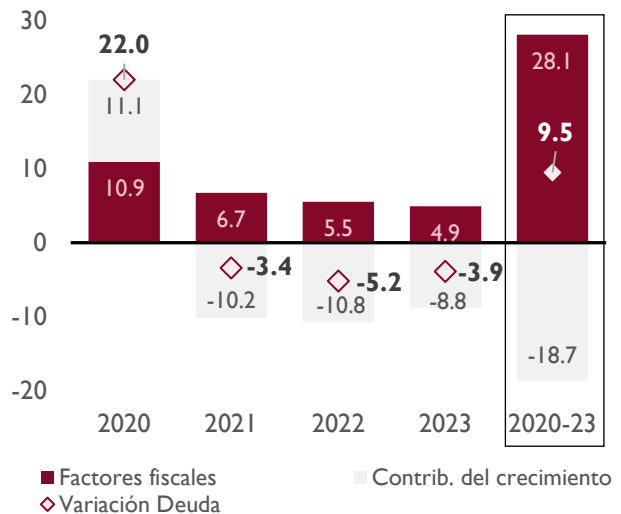
Por subsectores, la deuda de la Administración Central y los Fondos de la Seguridad Social ha aumentado 11,2 puntos en los últimos cuatro años, mientras que la ratio

Histórico de previsiones de AIReF para la variación de la ratio de deuda en 2023 y sus contribuciones



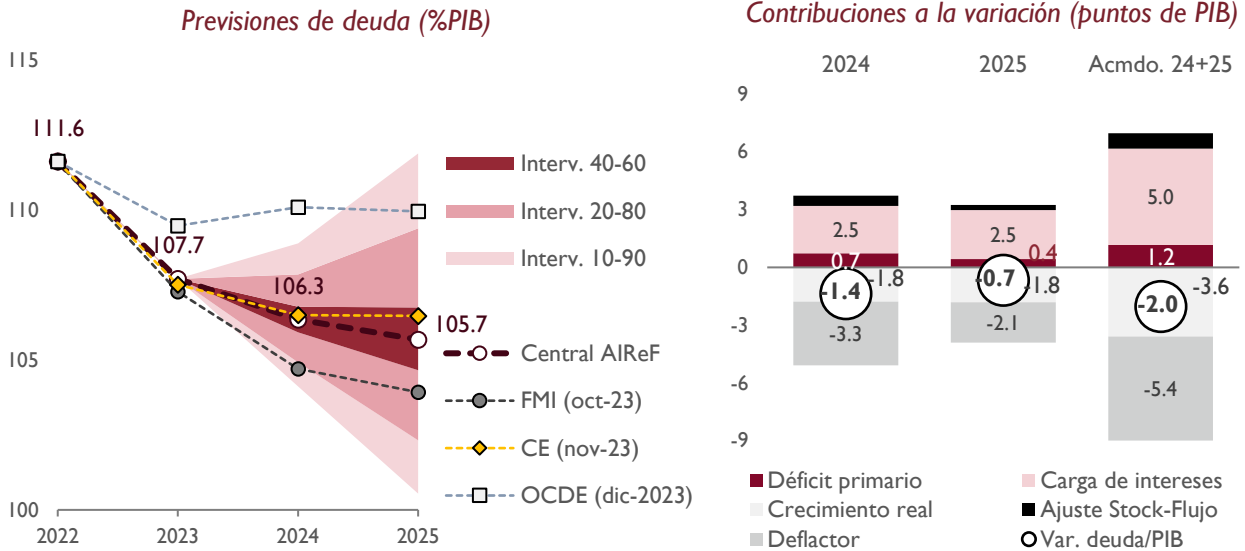
Fuente: AIReF

Contribución a la variación de la deuda (puntos PIB)



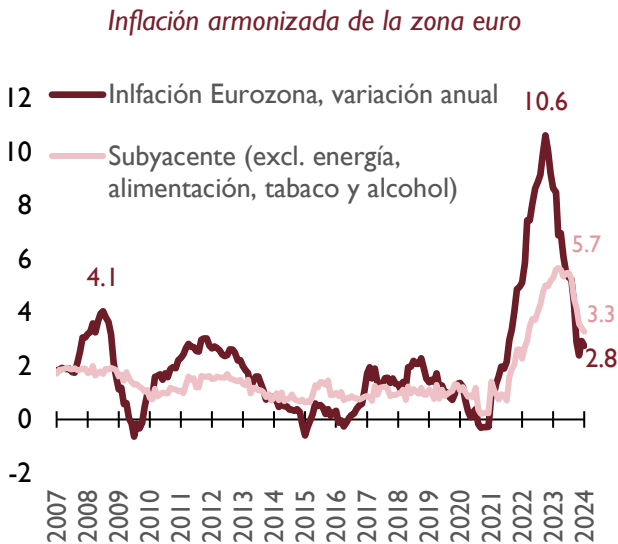
Fuente: Banco España, INE y AIReF

Las previsiones macro-fiscales de AIReF proyectan para este año una disminución en la ratio de deuda de 1,4 puntos del PIB sobre el nivel registrado en 2023, que situarían la ratio en el 106,3% a finales del año 2024. Esta previsión se sitúa en línea con la presentada por el Gobierno en el borrador de Plan Presupuestario para 2024, y está en el rango de las últimas previsiones del FMI (104.7%) y la Comisión Europea (106,5%), aunque un tanto más alejada de la proyectada por la OCDE (110,1%). El déficit público seguirá contribuyendo al incremento de la deuda aunque con una contribución ligeramente menor a la del año 2023, 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, OCDE y Gobierno

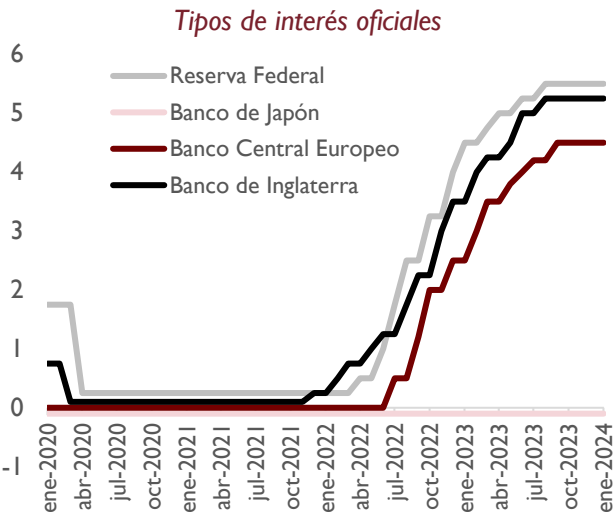
La inflación retrocede de forma clara en 2023. Tras marcar un valor récord en 2022, en 2023 la inflación se ha reducido significativamente aproximándose a los niveles de referencia de los Bancos Centrales, aunque se espera una corrección final hasta el 2% mucho más gradual.



Fuente: Eurostat

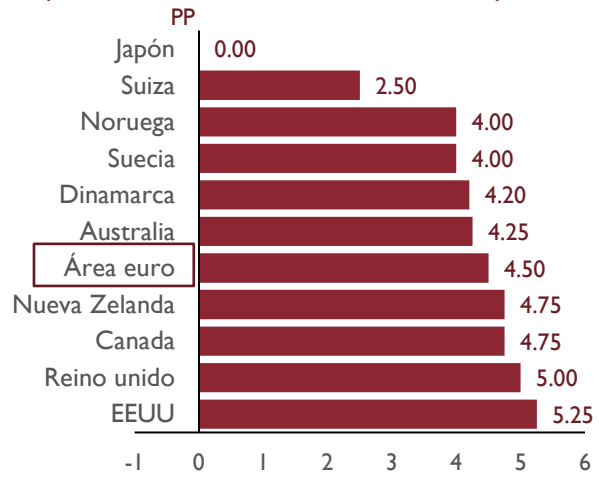
La inflación general en la eurozona ha comenzado el año en el 2,8%, con una clara y continuada tendencia de desaceleración tras alcanzar su máximo histórico en el mes de octubre de 2022 (10,6%). Con 5 meses de retraso sobre el índice general, la inflación subyacente se ha unido a la tendencia, acabando el año en el 3,3%, reduciendo 2,4 puntos desde el mes de marzo. La inflación media esperada (zona euro) en los próximos 5 años ha descendido unas décimas en el último año, hasta situarse en el entorno del 2,2%. 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 2,3%.

Tras 18 meses de continuadas subidas de tipos de interés, los Bancos Centrales se han puesto en modo pausa. A lo largo de 2022 y 2023 los tipos de interés se han incrementado 525 y 450 puntos básicos en EEUU y el área del euro, marcando un episodio sin precedentes tanto por la rapidez de las subidas como por su contundencia. La favorable evolución de la inflación ha propiciado un giro en la política monetaria, en lo que se espera sea una fase de meseta, con el mantenimiento de una política monetaria restrictiva durante un periodo de tiempo prolongado, muy ligada a la evolución del nivel de precios.



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

Tipos de interés, var. acumulada en 2022 y 2023

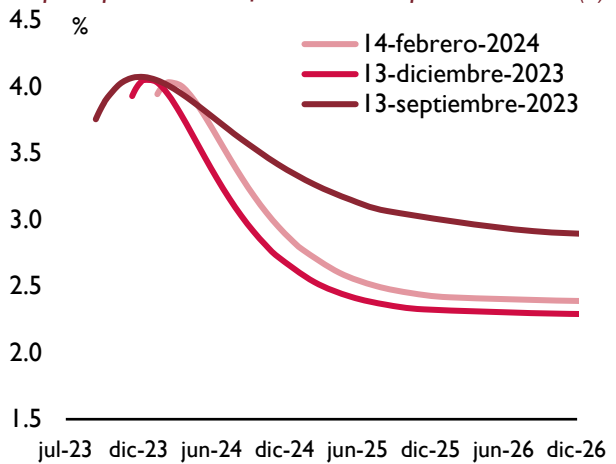


Fuente: Refinitiv

Los mercados descuentan bajadas de tipos en 2024.

Las expectativas de los inversores se han estabilizado alrededor de un escenario en el que tanto Fed como el BCE recortarían tipos incluso ya en el segundo trimestre, cotizando unos recortes acumulados de entre 100 y 150 p.b. en el conjunto de 2024. Esta visión optimista se apoya en los buenos datos de inflación y en la previsible moderación de la actividad económica. Los bancos centrales también apuntan a recortes en 2024, pero con mayor cautela. Las autoridades monetarias no moverán tipos hasta tener un elevado grado de confianza en la vuelta de la inflación al objetivo, ya que en los próximos meses pueden desaparecer los vientos de cola como los efectos base de la energía. A pesar de su mejora, los indicadores de inflación subyacente están en cotas más altas y se reducen a menor velocidad.

Tipo esperado de la facilidad de depósito del BCE (*)

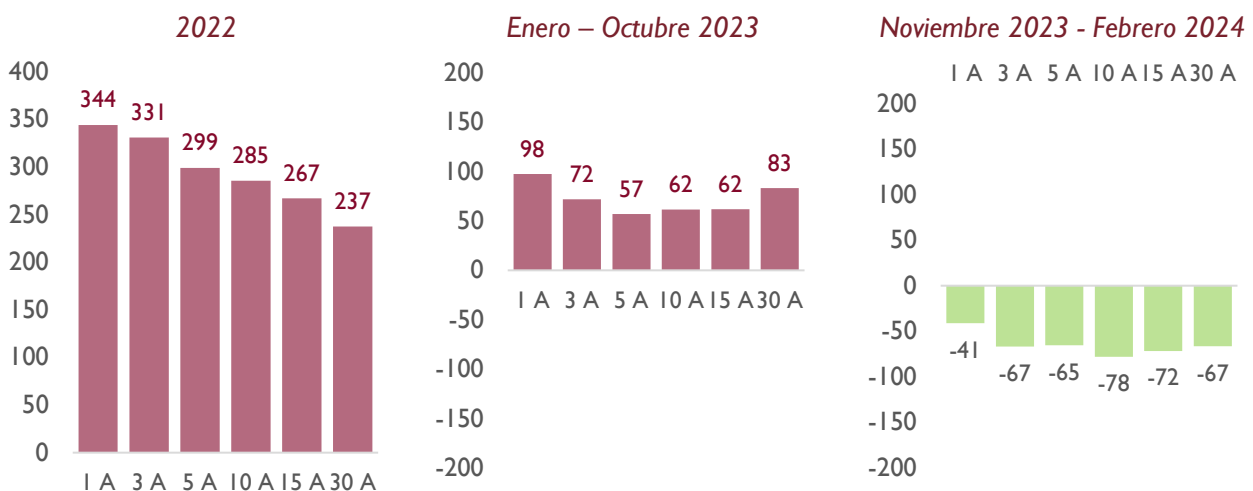


(*) Descotado a través de la curva forward instantánea del OIS

Fuente: Refinitiv y AIReF

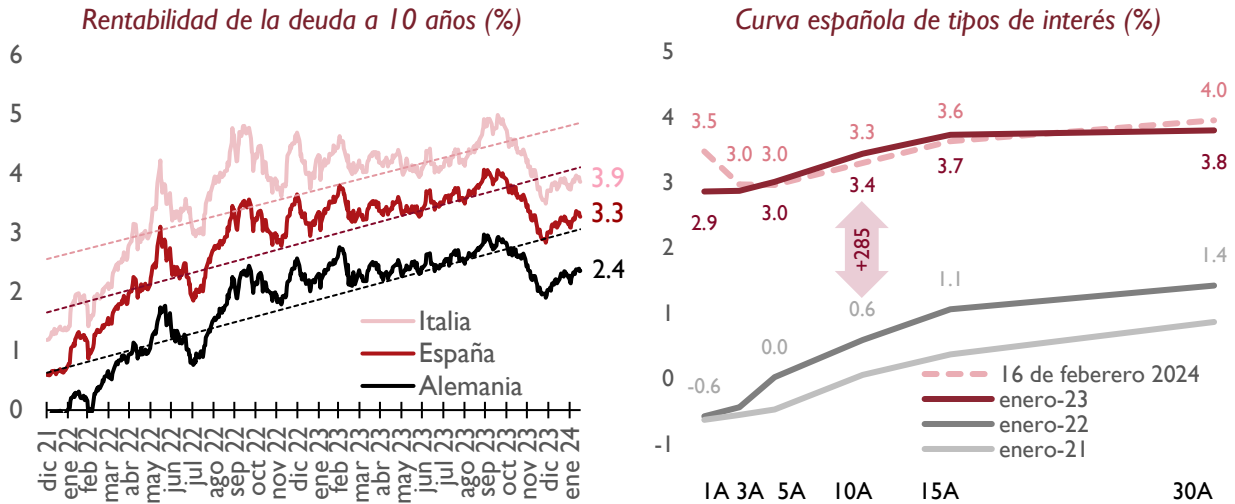
Tras los fuertes incrementos de las rentabilidades de la deuda soberana de 2022, que se prolongaron de una forma más moderada en buena parte de 2023, el previsible fin del ciclo de subida de tipos se ha traducido en una corrección en la última parte del 2023. Tras dos años donde la rentabilidad de la deuda española ha acumulado un incremento medio de 450 p.b., entre mediados de octubre y final de año la rentabilidad de la deuda a 10 años de Italia, España, Francia, Alemania y Portugal ha descendido 130, 105, 100, 90 y 85 p. b. respectivamente. Fuera de la zona euro, la rentabilidad de la deuda estadounidense también ha descendido con fuerza, 100 p. b.

Variación rentabilidad de deuda española (p.b.)



Fuente: Refinitiv y AIReF

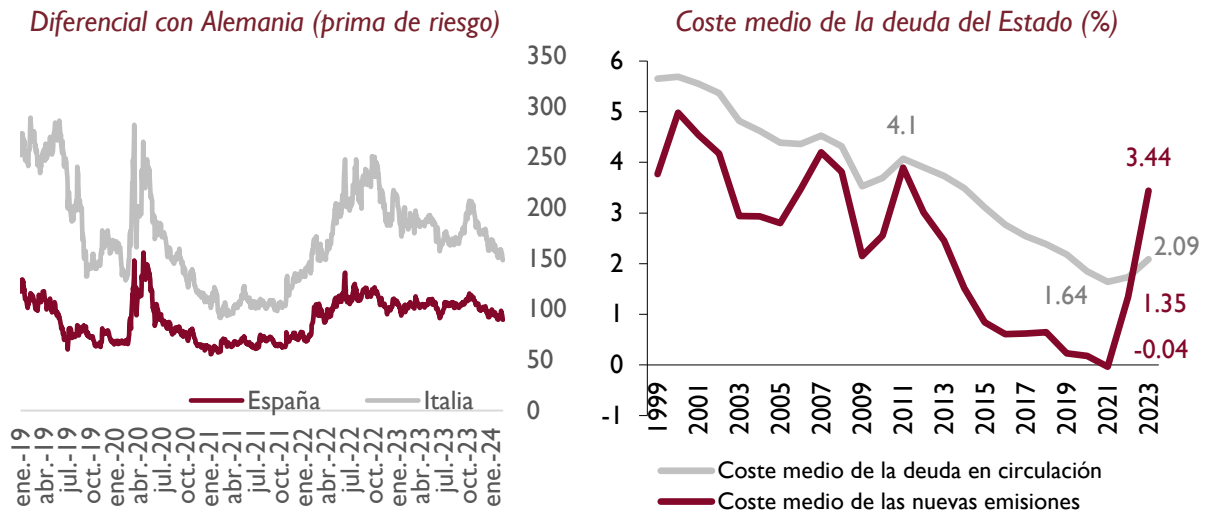
2024 ha comenzado con un ligero repunte en las rentabilidades, reajustando parte del fuerte descenso registrado en la última parte de 2023. Tras la fuerte corrección que tuvo lugar en tan solo dos meses, las rentabilidades de los soberanos se han situado en unos niveles algo superiores, respondiendo así a un reajuste de expectativas acorde con una estrategia de política monetaria prudente.



Fuente: BCE y Refinitiv

La evolución tan ligada a la inflación de las rentabilidades de la deuda ha sido un fenómeno global. El diferencial de España frente a Alemania ha vuelto a situarse por debajo de los 100 pb, reduciendo 25 puntos desde los 115 registrados en octubre. En los casos de Italia y Grecia, la reducción del diferencial ha sido incluso superior (55 y 50 pb), llegando a situarse la rentabilidad de la deuda helena muy cerca de la española. El diferencial de la deuda española respecto a Italia y Portugal se ha estrechado 30 y 20 pb hasta los 65 y 20 puntos.

Tras alcanzar un mínimo en 2021 del -0,04%, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro se ha incrementado en 2023 hasta el 3,44%, 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 2,09%.



Fuente:Refinitiv

Fuente: Tesoro Público

El gasto por intereses del total de las AAPP se ha incrementado algo más de 8.500 millones desde el mínimo registrado en 2020 hasta un total de 33.763 millones de euros en el tercer trimestre de 2023. En 2023 el gasto por intereses en términos nominales ha continuado aumentando, continuando así con el cambio de tendencia que se inició en 2021 tras siete años continuados de reducción. A pesar de que el Tesoro ha tenido que colocar su deuda a unos tipos superiores, una inflación más contenida ha permitido que el gasto crezca a una tasa más moderada en 2023 (en torno al 6%), comparada con el fuerte repunte de 2022 (21%). Por otro lado, la elevada vida media de la cartera de deuda que hace que la traslación de los mayores tipos de emisión se produzca de forma gradual, junto al fuerte crecimiento de la economía, ha posibilitado que la carga financiera medida como porcentaje del PIB haya crecido de forma muy moderada hasta situarse en el 2,3 % del PIB. A futuro, este nuevo entorno de tipos de interés implica una gran vulnerabilidad para la sostenibilidad de las finanzas públicas, dado el elevado endeudamiento que tendrá que ser refinanciado a unos tipos significativamente más elevados.

Para 2024 el Tesoro Público propone un programa de financiación similar al del pasado ejercicio, reduciendo las emisiones netas 10.000 millones de euros hasta los 55.000 millones. Por cuarto año consecutivo la financiación neta se obtendrá a través de la emisión de instrumentos a medio y largo plazo, contribuyendo al objetivo de mantener la vida media de la cartera. Se prevé que los vencimientos a medio y largo plazo aumenten hasta los 118.118 millones de euros, por lo que en términos brutos la emisión de ascenderá previsiblemente a 173.118 millones de euros. No se realizará emisión neta de Letras del Tesoro en 2024, por lo que su emisión bruta será muy similar a la de 2023, con 84.454 millones previstos. En términos agregados, la emisión bruta prevista es de 257.572 millones de euros, alrededor de un 2% superior a la de 2023, aunque en porcentaje del PIB se mantienen en el 17%, una ratio relativamente baja en términos históricos, que representa un reducido riesgo de refinanciación.

En 2024 el Tesoro Público seguirá recibiendo recursos del programa Next Generation EU y promoviendo la diversificación de la base inversora en un contexto de reducción del balance del Banco Central Europeo. En 2024, además del cuarto desembolso ya solicitado, se percibirán nuevas transferencias y préstamos conforme al calendario del Plan de Recuperación y su Adenda, incluida la prefinanciación del programa REPowerEU. Por otro lado, el Tesoro seguirá promoviendo la diversificación de la base inversora a través de la emisión de bonos verdes y bonos ligados a la inflación.

El Tesoro ha comenzado el año con la colocación de dos Obligaciones a 10 y 30 años que han batido registros históricos. En lo que va de año, el Tesoro ha realizado dos emisiones sindicadas a 10 y 30 años por valor de 15.000 y 6.000 millones de euros que han batido registros históricos. La Obligación a 10 años obtuvo una demanda récord superior a 138 000 millones de euros, lo que representa la mayor demanda de su historia para cualquiera de sus referencias. La demanda de más de 83.700 millones de la Obligación a 30 años representa la mayor registrada para una emisión del Tesoro a este plazo. Las emisiones sindicadas ayudan a profundizar en la diversificación de la base inversora y permiten discriminar la colocación entre inversores inversores de calidad.

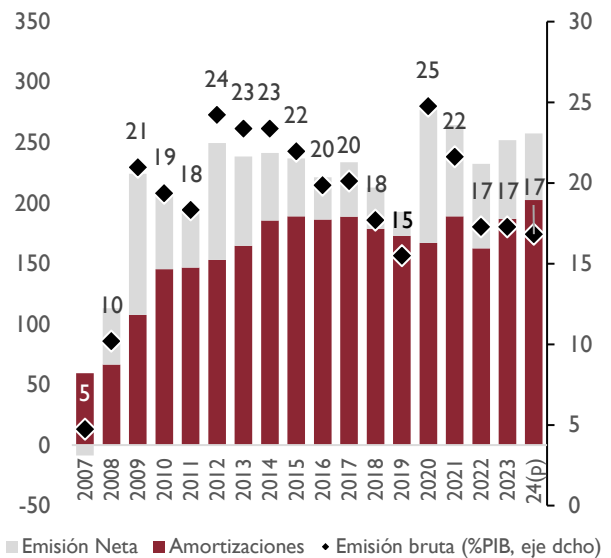
La deuda del Estado presenta un riesgo de refinanciación bajo. El perfil de vencimientos de la deuda del Estado muestra unas necesidades de financiación bien distribuidas a lo largo de los próximos años, con vencimientos moderados en el corto plazo y una distribución granular en el medio y largo plazo,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

Financiación del Tesoro en 2023 y 2024 (mm€)

(miles de millones de euros)	Prev. inicial 2023	Ejecutado 2023	Previsión 2024
Financiación neta	70.0	65.1	55.0
Financiación bruta	256.8	252.0	257.6
Medio y largo plazo			
Financiación bruta	172.5	167.5	173.1
Amortización	97.5	97.5	118.1
Financiación neta	75.0	70.0	55.0
Letras del Tesoro			
Financiación bruta	84.3	84.4	84.5
Amortización	89.3	89.3	84.5
Financiación neta	-5.0	-4.9	0.0

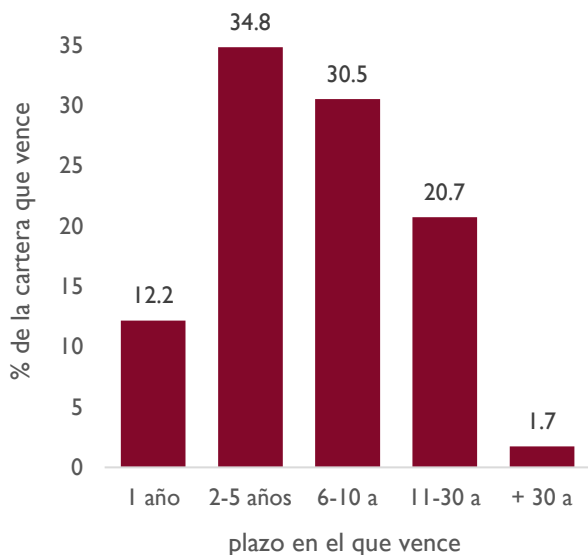
Fuente: Tesoro

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



Fuente: Tesoro y AIReF

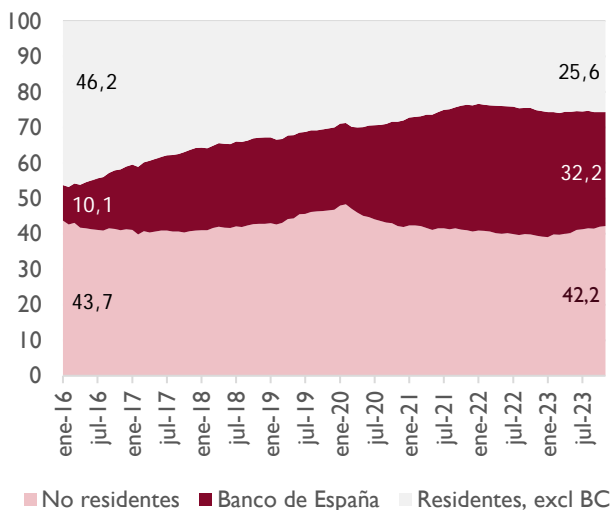
Perfil de vencimientos de la deuda del Estado (ene-24) (porcentaje de la cartera y plazo de vencimiento)



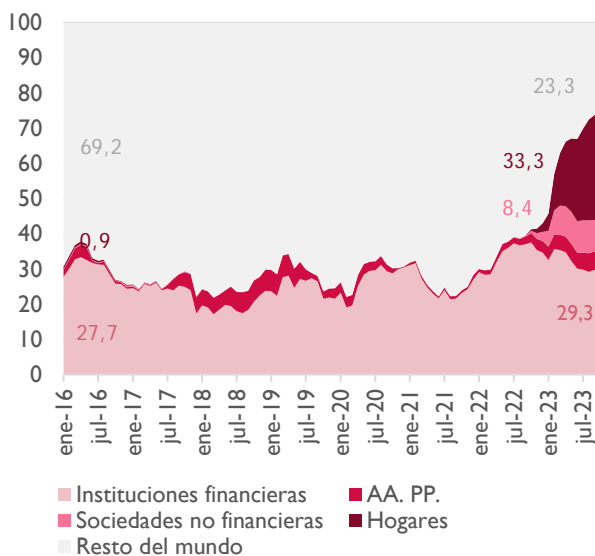
Fuente: Tesoro y AIReF

Dentro de las tendencias observadas en la distribución de la deuda pública española durante 2023, cabe destacar el elevado interés de los inversores domésticos en las Letras del Tesoro, así como la ordenada reducción de las tenencias de deuda del Banco de España en línea con los anuncios del Banco Central Europeo sobre *quantitative tightening*. La reducción gradual del balance del Banco Central Europeo está siendo bien absorbida por el mercado, favorecido por el fuerte apetito inversor. Los inversores extranjeros han incrementado sus tenencias de Deuda del Estado a lo largo de 2023, manteniéndose por encima del 40% del total de la deuda. Este incremento se ha concentrado en Bonos y Obligaciones, con una reducción de sus tenencias de Letras en favor de los inversores domésticos. Durante el pasado año fue especialmente significativo el elevado interés de los inversores minoristas en las Letras del Tesoro, pasando a ser su principal tenedor, con un incremento histórico de 22.000 millones de euros hasta noviembre de 2023. Como resultado, los hogares acaparan a esa fecha un tercio (33,3%) del total de tenencias de Letras, siendo el principal tipo de inversor de este segmento, con un montante de 23.997 millones de euros.

Tenencias deuda del Estado por tipo de inversor (%)



Tenencias de Letras del Tesoro por tipo de inversor (%)



Fuente: Banco de España

Nuevo marco europeo de gobernanza y algunas simulaciones preliminares del ajuste necesario

La reforma de la gobernanza económica de la UE parece estar cerca de concluirse. Si así fuera, un nuevo marco fiscal anclado en la sostenibilidad de la deuda podría entrar en vigor a lo largo de 2024. Una disposición transitoria fijaría las fechas para la primera ronda de planes fiscales-estructurales, de manera que los Estados Miembros (EEMM) presentarán sus planes no más tarde del 20 de septiembre de 2024.

La reforma ha recorrido un largo camino desde el lanzamiento de la primera consulta pública por parte de la Comisión Europea en febrero de 2020 hasta la propuesta legislativa presentada en abril de 2023. Esta propuesta fue el punto de partida de la negociación en el seno del Consejo, que concluyó con el Acuerdo de 20 de diciembre de 2023. El pasado 9 de febrero finalmente se cerró la negociación de los trilogos entre el Parlamento, la Presidencia del Consejo y la Comisión por lo que – a parte del trámite formal de aprobación por parte del Pleno y del Consejo – la versión final de la reforma de la gobernanza económica estaría ya acordada. Aunque todavía no se conocen los textos finales, a continuación se resumen los principales hitos del proceso de reforma y se aproxima el ajuste que se derivaría para la economía española. La AIReF publicará una Opinión sobre el nuevo marco europeo, una vez se conozcan los textos definitivos.

A la espera de conocer la redacción final de la reforma, la AIReF viene realizando ejercicios tentativos para ilustrar el ajuste que resultaría necesario abordar para cumplir con los elementos que se han consolidado en los distintos estadios de la negociación. La Comisión Europea lanzó dos consultas públicas¹ y, finalmente, en abril del año pasado publicó una propuesta de reforma de los brazos preventivo y correctivo del PEC, así como de la Directiva de marcos fiscales nacionales. Una vez publicada la propuesta de la Comisión en abril de 2023, se inició la negociación de la reforma en el seno del Consejo – conducida fundamentalmente bajo la Presidencia española. Esta negociación concluyó con el Acuerdo de 20 de diciembre. En paralelo al cierre del Acuerdo en el seno del Consejo, el Parlamento Europeo (PE) acordó también en diciembre su posición negociadora.

¹ La primera en febrero de 2020 suspendida tras la irrupción del Covid, la segunda en octubre de 2021

Los aspectos principales de la propuesta de reforma planteada por la Comisión a efecto de determinar el ajuste a realizar son:

1. **Los Planes Fiscales Estructurales de medio plazo pasan a ser el elemento principal de compromiso fiscal.** Propuestos por los EEMM dentro de un marco común, recogen sendas de ajuste fiscal que reflejan preferencias nacionales. A diferencia de los actuales Programas de Estabilidad o Convergencia, son fijos para un horizonte de cuatro años. Desaparece por tanto la actualización anual de los documentos de planificación a medio plazo, que solo podrán modificarse en circunstancias excepcionales. En su lugar, cada año los EEMM presentarán en primavera un Informe de Progreso en el que se reflejarán los avances en la consecución de la senda comprometida.
2. **Los compromisos fiscales se plasmarán en una senda de gasto primario neto de medidas de ingresos,** calibrada de manera específica para cada país. La senda de gasto se convierte así en el único indicador relevante a efectos de la supervisión fiscal ex post en la UE.
3. **Esta senda de gasto debe garantizar que la deuda converge (y/o se mantiene) a niveles prudentes y el déficit se reduce (y/o se mantiene) por debajo del 3%.**
4. **Además, a la hora de calibrar la senda de gasto, esta debe satisfacer ex ante algunas salvaguardas comunes** como son que la deuda pública se reduce durante el periodo del Plan, que el esfuerzo fiscal durante ese mismo periodo es al menos proporcional al ajuste total que sea necesario abordar y que el crecimiento del gasto neto no supere la tasa de crecimiento del PIB de medio plazo.
5. **El periodo de ajuste (que no del Plan) se puede extender hasta siete años** si el EM se compromete a un conjunto de reformas e inversiones, específicas y verificables, que apoyen el crecimiento y la sostenibilidad fiscal, abordando prioridades identificadas a nivel de la UE.
6. **No hay “reglas de oro”,** al no contemplar la consideración especial de ningún tipo de gasto financiado nacionalmente, más allá de los intereses y del gasto cíclico en desempleo que se excluyen tradicionalmente de las reglas de gasto por quedar su evolución fuera de la capacidad de decisión de los Gobiernos y las autoridades fiscales.
7. **Por último, la propuesta de la Comisión contempla la creación de una cuenta de control en la que se registren las desviaciones** (por exceso o por defecto) del gasto primario neto observado en relación con el comprometido. Si las desviaciones exceden un determinado umbral – de 0,3 puntos de PIB en un año ó 0,6 puntos en acumulado – la Comisión preparará el informe para la posible apertura de un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE)². En caso de que se abra un PDE, la senda correctiva de gasto primario neto conllevará un ajuste mínimo anual de 0,5 puntos de PIB en términos estructurales y será al menos tan exigente como la que tuviera comprometida el EM, corrigiendo las desviaciones acumuladas.

Los cambios propuestos por el Consejo respecto a estos aspectos de la propuesta de la Comisión afectan principalmente a las salvaguardas y la consideración especial de algunos gastos financiados nacionalmente.

1. En relación con las **salvaguardas** que debe satisfacer la calibración de la senda de gasto ex ante, las modificaciones introducidas por el Consejo son las siguientes:
 - Se elimina la relativa al crecimiento máximo del gasto primario neto;
 - Se reformula la de reducción de deuda, distinguiendo entre aquellos países cuyo endeudamiento supere el 90% y aquellos que se sitúan entre el 60 y el 90% del PIB, y
 - Se introduce una nueva salvaguarda relacionada con el déficit. Según esta última, el esfuerzo estructural anual en términos primarios habrá de ser como mínimo de 0,4 pp en caso de que el ajuste se realice en cuatro años y de 0,25 pp si se extiende hasta siete. Por otro lado, el ajuste deberá continuar hasta que el EM alcance un saldo estructural del -1,5% del PIB como mínimo, además de garantizar una trayectoria de deuda descendente con un grado de plausibilidad suficiente.

² Informe del artículo 126(3) del TFUE

2. Además, el Consejo introduce la **consideración especial de algunos gastos**, aunque con alcance limitado y siempre en lo que se refiere al brazo correctivo del PEC. En concreto, se contempla que el incremento de la inversión en defensa se tenga en cuenta a la hora de que la Comisión proponga la apertura de un Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE). Además, el esfuerzo mínimo anual en caso de PDE será computado en términos primarios (es decir, neto del incremento en el gasto por intereses) durante el periodo 2025-2027.

A falta de que se publiquen los textos definitivos que resultan del Acuerdo entre las tres instituciones, las reseñas apuntan a tres modificaciones importantes que finalmente se habrían introducido en esta última fase de negociación con el Parlamento Europeo:

- A efectos de supervisión fiscal se excluiría del cómputo del indicador de gasto primario neto la co-financiación nacional de los fondos UE, sin límite
- Se mantendrían las salvaguardas de déficit y deuda con la calibración acordada en el Consejo
- Los EEMM tendrían que presentar sus primeros planes-fiscales estructurales de medio plazo el 20 de septiembre de este año como fecha límite.

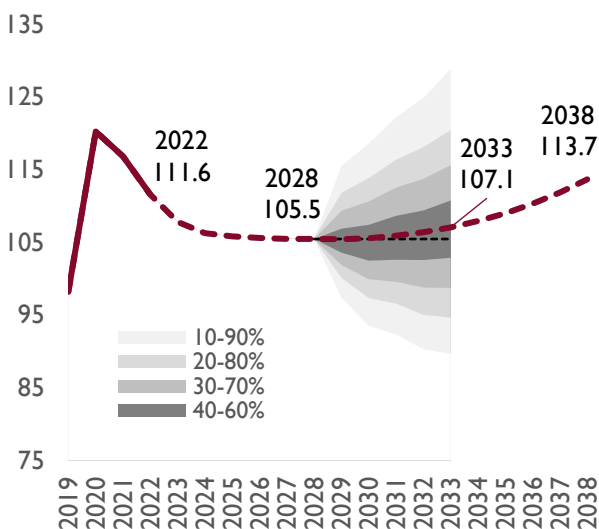
A la espera de conocer la redacción final de la reforma, la AIReF viene realizando ejercicios tentativos para ilustrar el ajuste que resultaría necesario abordar para cumplir con los elementos que se han consolidado en los distintos estadios de la negociación. Esto es, para un país cuya deuda supere el 60%, la senda de gasto primario neto de medidas de ingresos debe garantizar ex ante:

- (i) que una vez se concluya el periodo de ajuste, la trayectoria de deuda se mantenga en una senda descendente de manera plausible;
- (ii) que el déficit se reduce y se mantiene por debajo del 3%;
- (iii) que el esfuerzo anual sea al menos proporcional durante el periodo de ajuste y superior a una determinada magnitud;
- (iv) que la deuda se reduzca durante ese mismo periodo, y
- (v) que el déficit estructural no supere un determinado umbral.

El elemento central en la calibración del ajuste gira en torno a lo que significa que la trayectoria de deuda se mantenga en una “senda descendente de manera plausible”. En este sentido la regulación prevé la creación de un futuro grupo de trabajo sobre el análisis de la sostenibilidad de la deuda donde se discutirán las cuestiones metodológicas y los supuestos a considerar. De cara a la primera ronda de planes estructurales la valoración de la plausibilidad seguirá la metodología empleada en el “*Debt Sustainability Monitor 2022*” (DSM) publicado por la Comisión Europea.

El concepto de incertidumbre se construye considerando dos elementos complementarios: (i) proyecciones estocásticas de deuda y (ii) escenarios deterministas que contemplan una evolución más desfavorable de determinados supuestos o variables. Para considerar plausible que la senda de deuda muestre una trayectoria descendente, se debe cumplir que:

Escenario inercial de evolución de la deuda con bandas de incertidumbre a partir de 2028



Fuente: AIReF

- i. **Proyecciones estocásticas:** la senda debe mostrar una trayectoria descendente con una probabilidad mínima del 70% en los cinco años posteriores a la finalización del periodo de ajuste.

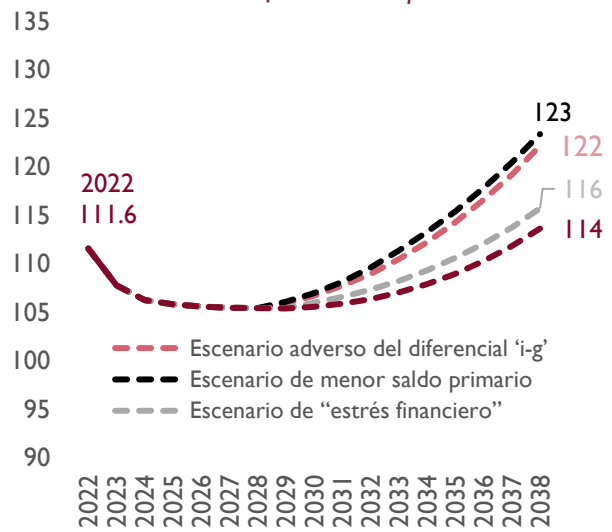
Considerando el periodo de ajuste de cuatro años 2025-2028, la ratio de deuda debería situarse 5 años más tarde (en 2033) por debajo del nivel de partida (105,5% del año 2028) con un grado de probabilidad de al menos del 70%. En la proyección inercial la ratio se sitúa en el 107,1%. Este valor no solo no implica una reducción, sino que muestra que la ratio de deuda tiene una probabilidad de incrementarse del 54%. Será necesario alcanzar una ratio del 92% para satisfacer la condición, lo que implicaría un **ajuste lineal anual del saldo primario de 0,49 puntos de PIB durante cuatro años**, hasta un total de 1,96 puntos acumulados.

ii. Escenarios deterministas más desfavorables: la senda debe mostrar una trayectoria descendente en los diez años posteriores a la finalización del periodo de ajuste bajo supuestos más pesimistas en los determinantes de la evolución de la ratio. Las variables sobre las que se define la perturbación y su calibración se definen en el DSM 2022, dando lugar a los siguientes escenarios:

- 1) Escenario de "estrés financiero"
- 2) Escenario adverso del diferencial tipo de interés-crecimiento ('i-g')
- 3) Escenario de menor saldo (estructural) primario

Las perturbaciones se introducen en el año siguiente del periodo de ajuste (2025-2028), esto es, de 2029 en adelante, proyectando la ratio de deuda sobre la base de estos supuestos más adversos.

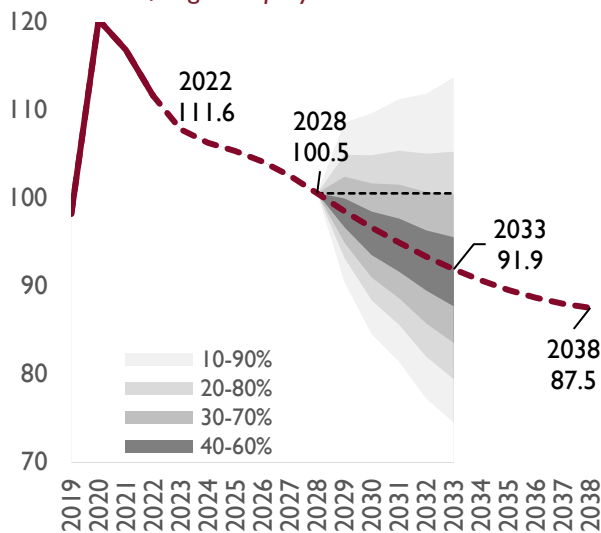
Escenario inercial de evolución de la deuda y escenarios más desfavorables a partir de 2028



Fuente: AIReF

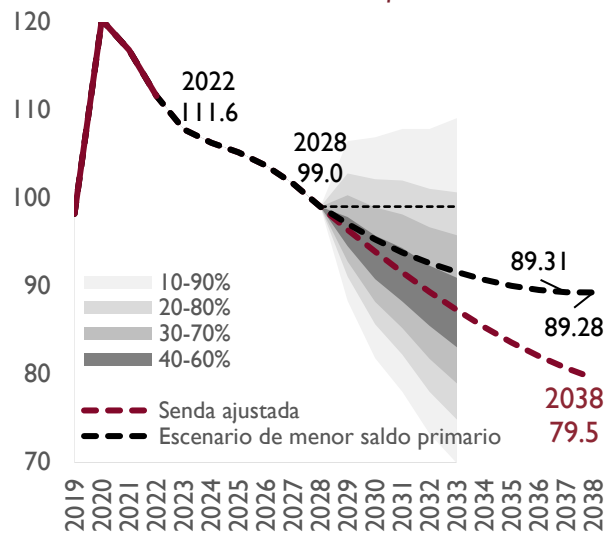
Consideraremos que la senda será descendente cuando la ratio de deuda en 2038 (2028+10 años de proyección) sea inferior a la del año anterior bajo el escenario más adverso, que en esta simulación coincide con el escenario de menor saldo (estructural) primario. Esta condición implicará un **ajuste lineal anual del saldo primario de 0,64 puntos de PIB durante cuatro años**, hasta un total de 2,56 puntos acumulados.

Senda inercial ajustada (0,49 puntos) que muestra un perfil descendente en 2033 con probabilidad del 70%, según la proyección estocástica



Fuente: AIReF

Senda inercial ajustada (0,64 puntos) que muestra un perfil descendente en 2038 en el escenario determinista más desfavorable



Calibrado el ajuste necesario en cuatro años para que la senda de la ratio presente un perfil descendente, se comprueba el cumplimiento del resto de requisitos que debe cumplir la senda de gasto, contenidos en el Capítulo III, artículos 5-8, de la propuesta legislativa de reforma del brazo preventivo del PEC, tal y como se acordó en el Consejo el 20 de diciembre (última versión disponible).

Un ajuste de 0,64 puntos de PIB durante 4 años (2025-2028), cumplirá con los requisitos de la trayectoria técnica:

- **Requisitos basados en el riesgo (plausibilidad de una senda descendente) ✓**

Análisis estocástico

- Probabilidad superior al 70% de que la deuda sea decreciente al 5º año de finalizar el ajuste (2033)
- Para satisfacer esta condición bastaría un ajuste de 0,47 puntos
- Con un ajuste de 0,64 puntos la probabilidad aumenta hasta el 77%

Escenarios de estrés:

- En el escenario más desfavorable, la ratio tiene que ser decreciente al 10º año tras la finalización del ajuste (2038).
- El escenario más exigente es el de "peor saldo primario", que requiere un ajuste de 0,64 puntos para que la deuda en 2038 sea ligeramente inferior a la del año anterior

Condición del déficit:

- Déficit inferior al 3% durante el periodo de ajuste que además se mantiene por debajo de ese umbral en el medio plazo
- El déficit se situaría en el 0,5% al final el periodo de ajuste (2028) aumentando ligeramente hasta el 1,2% en 2038, con un promedio de 0,7 puntos en el periodo 2028-2038

Linealidad del ajuste como regla:

- La calibración de la senda se ha realizado a través de un ajuste constante durante el periodo

- **Salvaguarda de deuda ✓**

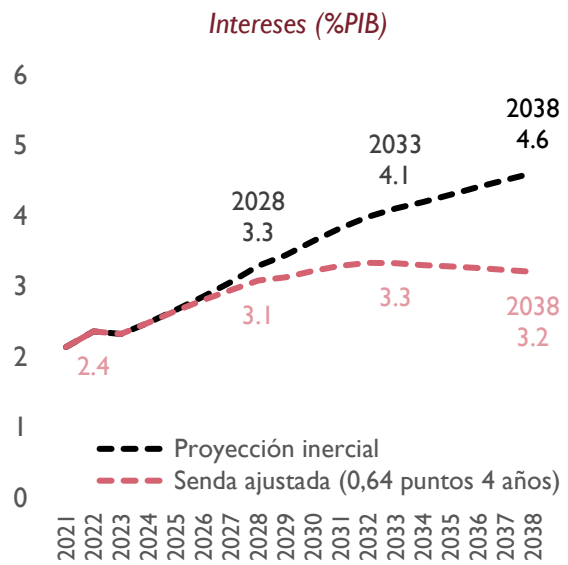
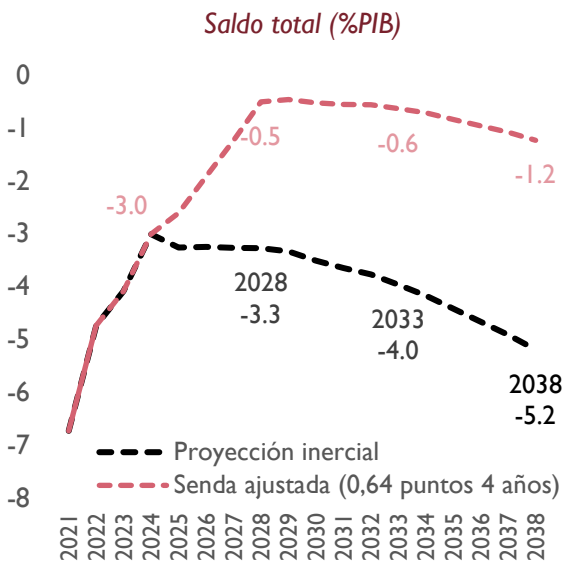
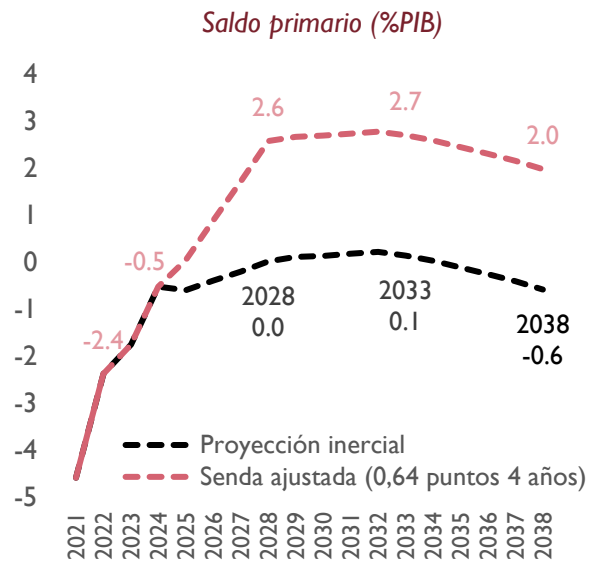
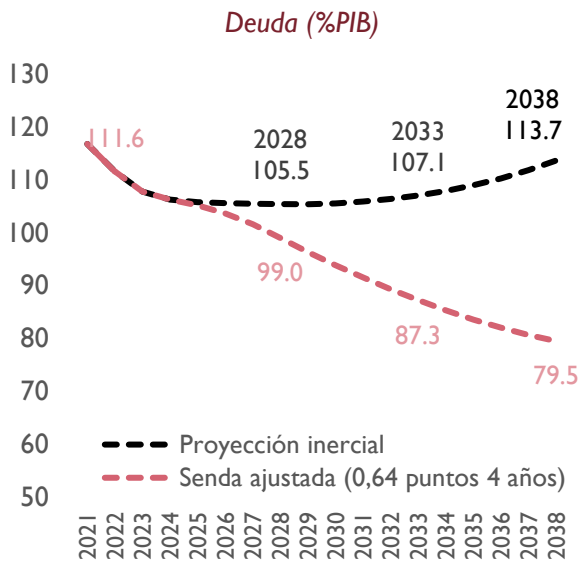
- Reducción promedio de 1 punto de PIB en el periodo 2025-2028
- Senda inercial: reducción promedio de 0,21 puntos, acumulada de 0,83 puntos
- Senda ajustada: reducción promedio de 1,81 puntos, acumulada de 7,26 puntos

- **Salvaguarda del déficit ✓**

- Reducción mínima de 0,40 puntos del saldo estructural primario (ajuste de 0,64 > 0,40)
- Continuar posteriormente, a partir de 2029 en el caso de esta simulación, con ajuste hasta alcanzar déficit (estructural) del 1,5%
- Con un déficit previsto a cierre de 2028 del 0,5% del PIB – y asumiendo un output gap cerrado - no sería necesario continuar con el ajuste más allá de 2028

- En el escenario inercial, la ratio de deuda de 2038 es 6 puntos superior a la previsión de 2023, situándose en el 113,7%
- En la senda ajustada, la ratio de deuda de 2038 disminuye 28 puntos respecto a la previsión de 2023, situándose en el 79,5%
- En el escenario más desfavorable, con un ajuste de 0,64 puntos la ratio de deuda de 2038 disminuye 19 puntos respecto a la previsión de 2023, situándose en el 89,3%, con un nivel ligerísimamente inferior al del año anterior (2037)

Proyección inercial y senda ajustada (0,64 puntos de PIB durante 4 años)



Fuente: AIReF