

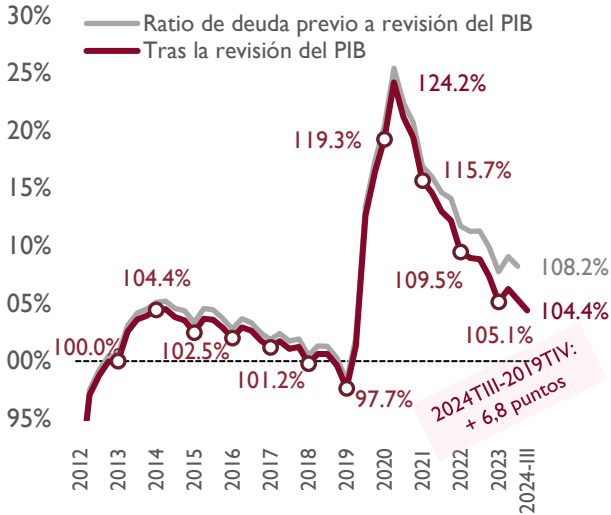


- La ratio española de deuda sobre PIB se situó en el tercer trimestre de 2024 en el 104,4%, lo que supone una reducción de 7 décimas respecto al final de 2023. Aunque la reducción acumulada desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (124,2%) es de 19,8 puntos, todavía se mantiene 6,8 puntos por encima del nivel previo a la pandemia.
- El crecimiento económico ha sido el principal impulsor de la disminución de la ratio tras el incremento inicial de la pandemia. En el periodo 2020-2023, la aportación del crecimiento a la reducción de la ratio de deuda ha sido de 20 puntos de PIB: Un déficit público con una tendencia decreciente a pesar del ligero repunte de la carga financiera, ha ayudado a consolidar la reducción.
- La última revisión del PIB ha supuesto una reducción de 2,9 puntos de la ratio de deuda como efecto de un mayor denominador del cociente.
- España es en la actualidad uno de los países de la UEM con mayores niveles de deuda, por detrás de Grecia, Italia, Francia y Bélgica.
- La inflación de la Eurozona ha mostrado una tendencia descendente en el último año, acercándose al objetivo del 2% del Banco Central Europeo (BCE), con expectativas de estabilidad en los próximos años. Con la desinflación avanzando de manera sólida, junto a ciertas señales de desaceleración económica y enfriamiento del mercado laboral, la política monetaria está transitando hacia una fase de relajación, pasando de restrictiva a neutral.
- Tanto el BCE como la FED han optado por una estrategia de ajuste gradual de los tipos de interés, tipos que siguen siendo restrictivos. Los mercados esperan que, en un escenario de aterrizaje suave, las reducciones de tipos continúen de forma paulatina a lo largo de 2025, hasta alcanzar valores del 2% y 3% respectivamente.
- En el último año, los principales bancos centrales han avanzado en la reducción de sus balances, un proceso conocido como "ajuste cuantitativo", con el objetivo de normalizar las condiciones monetarias tras años de políticas expansivas. Los balances de BCE y la FED seguirán reduciéndose en 2025, y podrían situarse alrededor del 40% y 20% del PIB, después de alcanzar un máximo de 66% y 37%.
- La reducción de las compras de activos por parte de los bancos centrales ha eliminado a un actor clave en los mercados secundarios de bonos, pero esta reducción ha sido compensada por una sólida demanda de los inversores privados.
- Los inversores extranjeros son los principales tenedores de deuda pública en España, incrementando sus tenencias en Bonos y Obligaciones del Estado 5,1 puntos, hasta situarse en el 45,1% del total. Cabe destacar la velocidad e intensidad de las compras de Letras del Tesoro por parte del sector de los hogares, con un incremento histórico superior a los 26.000 millones de euros hasta octubre de 2024, lo que supone más de un tercio (36,2%) del total de las tenencias.

- En los dos últimos años la rentabilidad de la deuda soberana muestra una evolución bastante estabilizada. Tras el fuerte y rápido incremento registrado en las curvas de rendimientos de la deuda soberana como consecuencia del episodio de inflación y la reacción de los bancos centrales, en los últimos dos años se puede observar un movimiento de fondo lateral en las rentabilidades en los distintos plazos y países.
- Dentro de los grandes emisores europeos, España ha mejorado su posición relativa en los mercados de deuda, mientras Francia ha enfrentado un deterioro en la confianza de los inversores debido a la inestabilidad política y fiscal. La prima de riesgo española ha mostrado una tendencia a la baja, situándose en niveles similares a los de octubre de 2021 por debajo de los 70 puntos básicos. En septiembre de 2024, la rentabilidad del bono español a 10 años se igualó con la del bono francés, un hito no observado desde 2007.
- En cuanto a la financiación del Estado, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro ha marcado un punto de inflexión en 2024, reduciéndose 28 puntos básicos hasta el 3,16%, una reducción acorde con la bajada acumulada de tipos del BCE. Unos tipos de emisión a la baja, pero superiores al coste medio de la cartera propiciarán que el coste medio siga subiendo durante un tiempo.
- La vida media de la cartera sigue estabilizada en los valores máximos en torno a los 8 años alcanzados en 2021, habiendo cerrado 2024 en 7,9 años. Esta elevada vida media ha permitido suavizar el impacto de la subida de los tipos de interés en los últimos años, de manera que, el coste medio de la deuda en circulación ha subido sólo 57 puntos básicos desde su mínimo histórico en 2021, frente a una subida acumulada de 350 puntos básicos de los tipos oficiales en el mismo período.
- Para 2025 el Tesoro Público propone un programa de financiación algo superior al del pasado ejercicio, aumentando las emisiones netas 5.000 millones de euros hasta los 60.000 millones.
- La emisión bruta prevista ascenderá a 278.448 millones de euros, un 7,4% superior a la de a 2024, debido al mayor volumen de amortizaciones y el ligero incremento en las emisiones netas, aunque en porcentaje del PIB se mantienen en el 17%, una ratio relativamente baja en términos históricos, que representa un reducido riesgo de refinanciación.
- El Tesoro Público pretende seguir promoviendo la diversificación de la base inversora en un contexto de reducción del balance del Banco Central Europeo a través de la emisión de bonos verdes y bonos ligados a la inflación. Adicionalmente, según la estrategia de financiación del Tesoro, en 2025 se recibirán por primera vez importes significativos de préstamos europeos del programa Next Generation EU.
- El perfil de vencimientos de la deuda del Estado muestra unas necesidades de financiación distribuidas de manera homogénea 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.
- La AIReF estima en su proyección inercial en el medio plazo una reducción de la ratio de deuda de 7,2 puntos de PIB respecto al nivel de 2023 situándola en el 98% en 2029. La reducción de la ratio vendrá sustentada por el crecimiento del PIB nominal, donde el deflactor tendrá una contribución muy notable. La moderación de la contribución del crecimiento nominal supondría una ralentización en el ritmo de reducción de la ratio de deuda, que se agotaría a final de la década.

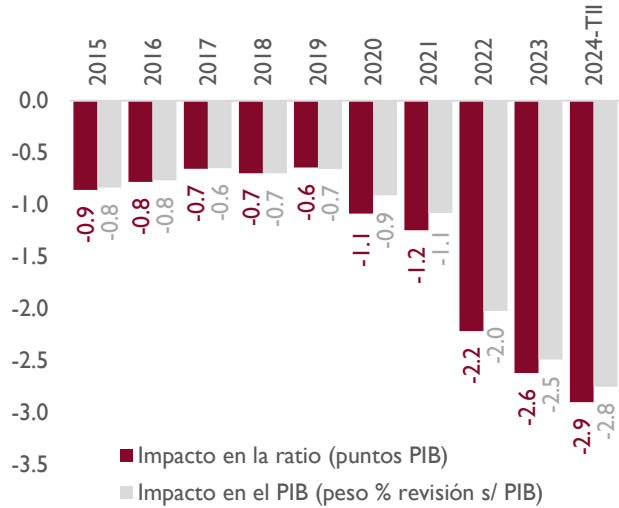
- *A largo plazo, la AIReF estima que la ratio de deuda podría retomar una senda ascendente en un escenario a políticas constantes, situándose en el 108,9% en 2041.*
- *El nuevo marco de gobernanza económica en la UE ha comenzado su implementación con la presentación de los Planes fiscales estructurales a medio plazo (PFEMP) por parte de la mayoría de los Estados miembros (EM) en octubre de 2024.*
- *Los PFEMP se configuran como el principal documento presupuestario multianual de los gobiernos sustituyendo a la Actualización del Programa de Estabilidad. El elemento central de estos planes es una senda de crecimiento del gasto primario neto que permanecerá fija para los próximos 4 años, y que pretende garantizar una trayectoria descendente de la deuda en el medio y largo plazo.*
- *El PFEMP contiene un compromiso de crecimiento del gasto primario neto de medidas de ingresos de las AA. PP. de un promedio anual del 3% entre 2025 y 2031, equivalente a un crecimiento acumulado del 23,3% hasta 2031 y con un perfil decreciente en el tiempo (el crecimiento del gasto neto en el promedio de 2025-2028 es de 3,4%). Este compromiso es superior en tres décimas en promedio a la trayectoria de referencia remitida por la Comisión Europea en junio.*
- *De acuerdo con las estimaciones de la AIReF, para garantizar el cumplimiento de la senda de gasto neto comprometida será necesario adoptar medidas adicionales a las recogidas en el escenario a políticas constantes de la AIReF. Mientras que el PFEMP recoge un crecimiento promedio del gasto del 3% en el periodo 2025 a 2031, el escenario sin medidas de la AIReF estima un promedio anual del 3,6%.*
- *Bajo el supuesto de que se cumple la senda de gasto comprometida, el Gobierno estima que la ratio de deuda podrían reducirse en 42,4 puntos respectivamente en 2041, respecto al escenario inercial sin ajuste. En cambio, la AIReF proyecta una menor reducción de la deuda, de 21,4 pp, aun cuando se alcancen las tasas de evolución del gasto neto comprometidas.*
- *Desde el punto de vista de AIReF, el PFEMP presentado por el gobierno, si bien puede ser acorde con las orientaciones de la Comisión Europea de junio, no ofrece detalle suficiente de las medidas que se pretenden introducir para cumplir con el compromiso de gasto, por lo que no constituye una herramienta útil de planificación presupuestaria a medio plazo.*

Deuda (PIB), evolución trimestral



Fuente: INE, Banco de España y AIReF

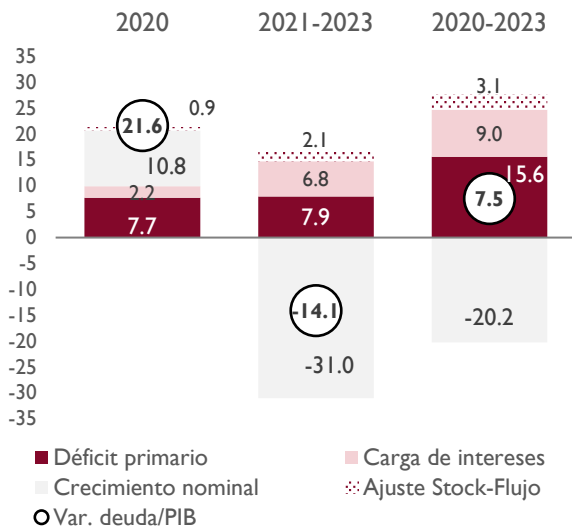
Impacto de la revisión de la CNE en el PIB y en el ratio de deuda



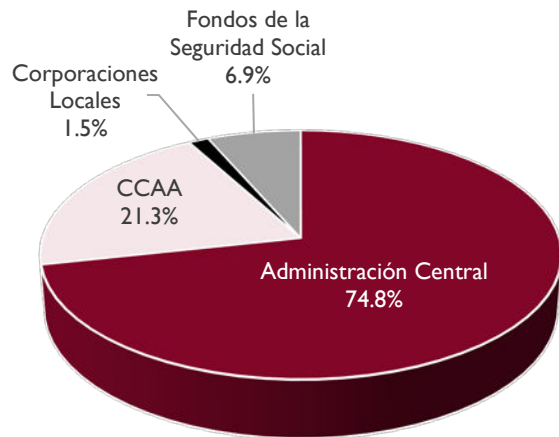
La ratio española de deuda sobre PIB se situó en el tercer trimestre de 2024 en el 104,4%, lo que supone una reducción de 7 décimas respecto al final de 2023, una reducción de 3 puntos de PIB en el último año, y un incremento de 6,8 puntos respecto al nivel previo a la pandemia. La reducción acumulada desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (124,2%) es de 19,8 puntos. En términos monetarios en 2024 la deuda pública ha continuado creciendo, a un ritmo algo inferior al del PIB nominal, hasta alcanzar los 1,628 billones de euros en el mes de octubre, lo que supone una tasa de crecimiento interanual del 3,5%.

La última revisión del PIB, ha supuesto una reducción de casi 3 puntos de la ratio de deuda. El aumento de 41.386 millones de euros del nivel del PIB en el segundo trimestre de 2024 según los datos de la última revisión de la Contabilidad Nacional, ha supuesto una reducción de 2,9 puntos de la ratio de deuda como efecto de un mayor denominador del cociente.

Contribuciones a la variación de la deuda (puntos PIB), periodo 2020-2023



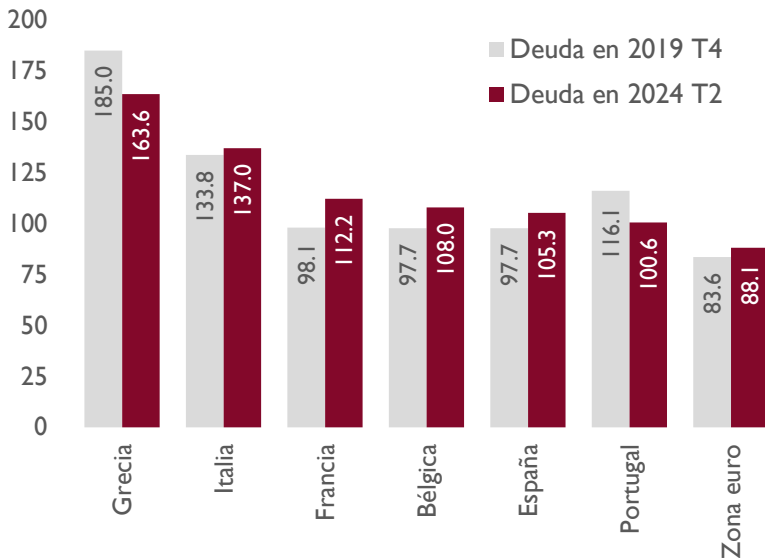
Distribución de la deuda por subsectores (peso %)



El crecimiento económico ha sido el principal impulsor de la disminución de la ratio tras el incremento inicial de la pandemia. En el periodo 2020-2023, la aportación del crecimiento a la reducción de la ratio de deuda ha sido de 20 puntos de PIB: Un déficit público con una tendencia decreciente a pesar del ligero repunte de la carga financiera, ha ayudado a consolidar la reducción.

En relación con la evolución de la deuda de los distintos subsectores de las Administraciones Públicas, el saldo de la deuda de la Administración Central alcanzó los 1.504 mm de euros en septiembre de 2024, equivalente al 96% del PIB. Este subsector experimentó un incremento interanual del 4,7% en el tercer trimestre de 2024. Por otro lado, la deuda de las Administraciones de la Seguridad Social ascendió a 116 mm de euros, representando un 7,4% del PIB, con un aumento interanual del 9,4%. La AC y los FFSS. En cuanto a las administraciones territoriales, la deuda de las Comunidades Autónomas (CCAA) se incrementó hasta los 333 mm de euros en septiembre de 2024, equivalente al 21,3% del PIB, con un crecimiento interanual del 2,4%. Por su parte, la deuda de las Corporaciones Locales (CCLL) se situó en 23 mm de euros en el tercer trimestre de 2024, representando un 1,5% del PIB y registrando una disminución del 0,6% respecto al mismo periodo del año anterior.

Deuda (% PIB), evolución respecto al nivel pre-Covid de los países de la UE con ratio superior al 100%

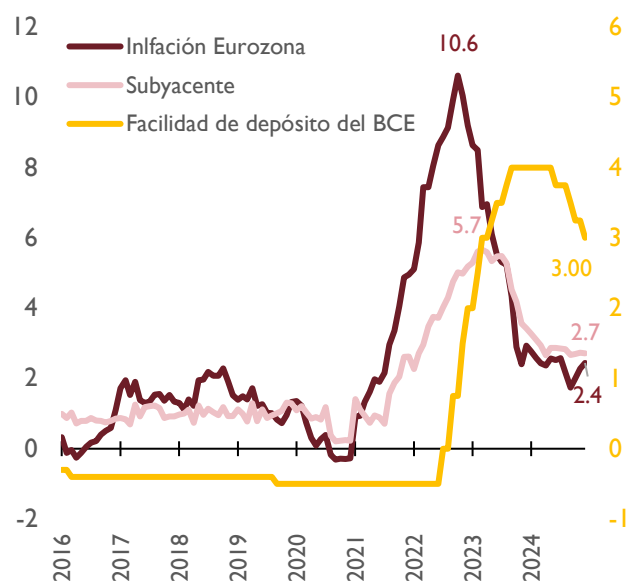


En la Unión Europea, seis países muestran una ratio de deuda superior al 100%. Los casos más destacados son los de Grecia e Italia. Aunque Grecia sigue siendo el país con la ratio más abultada, su evolución es favorable, habiendo reducido más de 20 puntos su endeudamiento en los últimos años. Francia, España y Bélgica son el siguiente grupo de países que superan el 100% manteniendo una ratio superior al nivel prepandemia. Portugal ha reducido más de 15 puntos su ratio y está a punto de situarse por debajo del umbral del 100%,

Fuente: Eurostat y Ameco

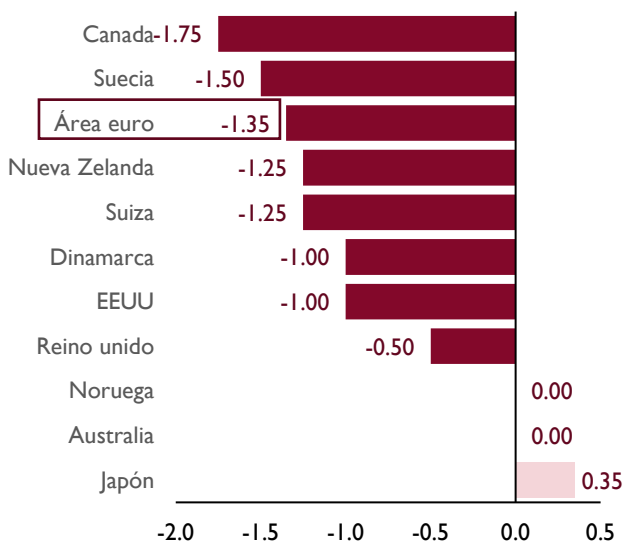
La inflación de la Eurozona ha mostrado una tendencia descendente en el último año, acercándose al objetivo del 2% del Banco Central Europeo (BCE), con expectativas de estabilidad en los próximos años. Tras un significativo descenso en 2023, la inflación ha moderado su caída en 2024 mostrando ciertos síntomas de estabilización en niveles algo superiores a los deseados por los Bancos Centrales. En diciembre de 2024, el BCE publicó sus proyecciones macroeconómicas, anticipando que la inflación general se mantendrá en torno al 2% a partir del segundo trimestre de 2025. Esta moderación se atribuye a la relajación de las presiones sobre los costes y a la transmisión gradual del impacto de decisiones anteriores de política monetaria a los precios de consumo. En España, la inflación cerró diciembre de 2024 en el 2,8%, cuatro décimas más que en noviembre, impulsada especialmente por el aumento de los precios de los carburantes. A pesar de este repunte, la inflación media anual de 2024 se situó en el 2,8%, reflejando una tendencia general de moderación en comparación con años anteriores.

Inflación armonizada de la zona euro y tipo de facilidad de depósito del BCE



Fuente: Eurostat y BCE

Variación de los tipos de interés oficiales en 2024



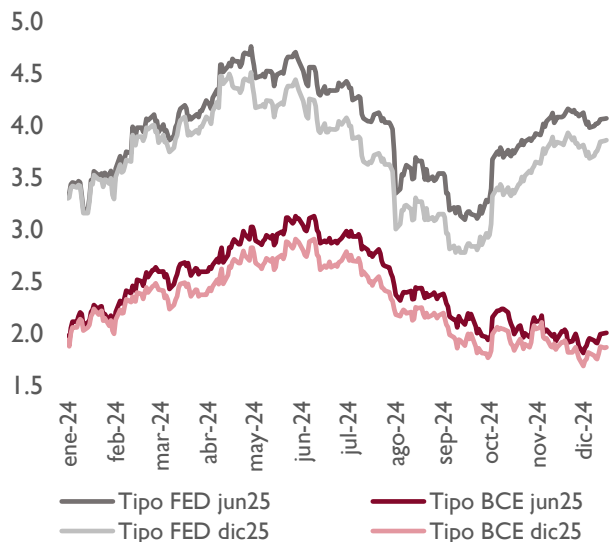
Fuente: Refinitiv

Tanto el BCE como la FED han optado por una estrategia de ajustes graduales. Aunque el BCE ha reducido la tasa de depósito del máximo de 4,00% al 3,00%, y la Fed ha situado el rango de los fondos federales entre el 4,25% y el 4,50% (frente al máximo de 5,25%-5,50%), ambos niveles siguen siendo restrictivos. Se espera que, en un escenario de aterrizaje suave, las reducciones de tipos continúen de forma paulatina a lo largo de 2025, hasta alcanzar valores del 2% y 3% respectivamente.

Los mercados descuentan ritmos de bajadas de tipos diferentes a ambos lados del Atlántico. Los bancos centrales están en el último kilómetro de la desinflación, pero todavía no han llegado a la meta. En el balance de riesgos, recortar tipos con demasiada cautela puede enfriar la economía más de lo deseado, mientras que recortar demasiado rápido podría frustrar la victoria final contra la inflación. Dado el contexto económico de la eurozona, el BCE se enfrenta más al primer riesgo, mientras que la FED al segundo, con una economía que sigue creciendo por encima del potencial, una inflación todavía con ciertas señales de resistencia, y el gran interrogante sobre política económica de la futura administración de la Casa Blanca, que podría implicar un mayor estímulo fiscal y políticas comerciales más restrictivas. Así, los mercados se movieron hasta descontar un nivel de llegada para mediados de 2025 del tipo del *depo* del BCE en el 2% (vs. 2,25% a la vuelta del verano), y de los *fed funds* en el rango de 3,75%-4,00% (3,00%-3,25% hace un mes). Una divergencia que se está reflejando también en las bolsas y en los tipos de cambio.

Con la desinflación avanzando de manera sólida, junto a ciertas señales de desaceleración económica y enfriamiento del mercado laboral, la política monetaria está transitando hacia una fase de relajación, pasando de restrictiva a neutral. Tanto el BCE como la Reserva Federal (FED), junto con otros grandes bancos centrales, han comenzado este proceso con recortes en las tasas de interés, una tendencia que probablemente se extenderá a lo largo de 2025, iniciando un camino hacia los tipos de interés naturales. Para 2025, el objetivo de los bancos centrales es ajustar los tipos de interés a un nivel que no impulse ni desacelere la economía, sino que la mantenga en equilibrio con su capacidad potencial. Este nivel, conocido como tipo de interés neutral o natural, es un concepto no observable y rodeado de incertidumbre, pero sirve como referencia fundamental para orientar la política monetaria.

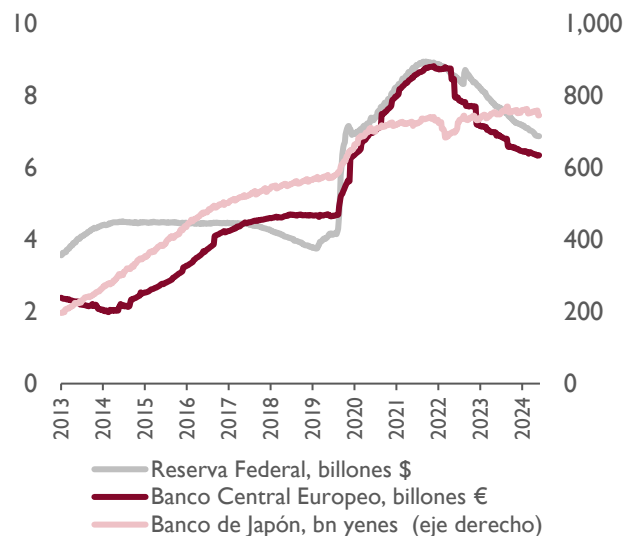
Tipos esperados para junio y diciembre de 2025 para la FED y BCE



El tipo esperado del BCE se aproxima con el tipo esperado del Euribor a tres meses

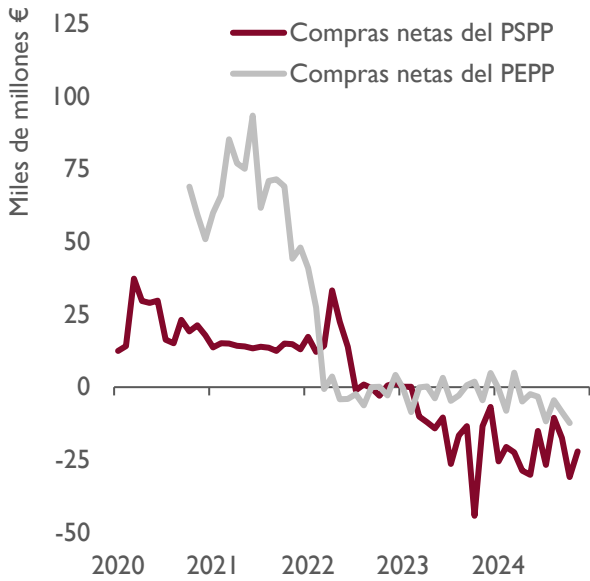
Fuente: Refinitiv

Balances de los Bancos Centrales



Fuente: Refinitiv

Compras netas de los programas PSPP y PEPP del BCE



Fuente: Refinitiv

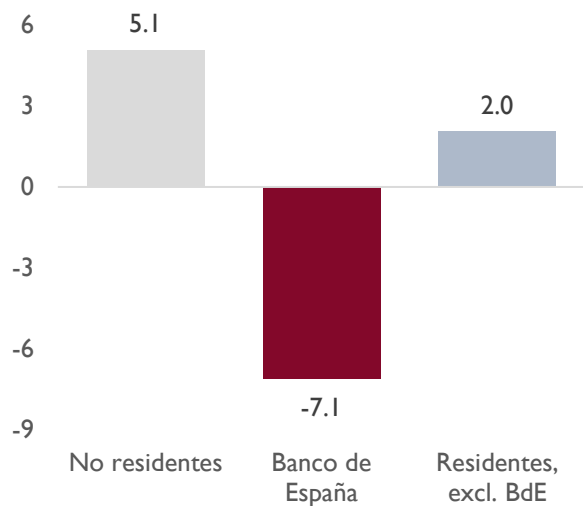
La reducción de las compras de activos por parte de los bancos centrales ha eliminado un actor clave en los mercados secundarios de bonos. Durante los últimos dos años, tanto el BCE como la FED han disminuido considerablemente sus tenencias de deuda, pero esta reducción ha sido compensada eficazmente por una sólida demanda de los inversores privados. Se espera que esta tendencia favorable persista en 2025, incluso considerando que las adquisiciones que la FED y el BCE dejarán de realizar son de una magnitud considerable.

Los inversores extranjeros son los principales tenedores de deuda pública en España. Desde mediados de 2022, los inversores extranjeros han incrementado sus tenencias en Bonos y Obligaciones del Estado 5,1 puntos, hasta situarse en el 45,1% del total. Por su parte, los inversores residentes han aumentado sus tenencias 2 puntos para completar la reducción de la deuda en manos del Banco de España de 7,1 puntos.

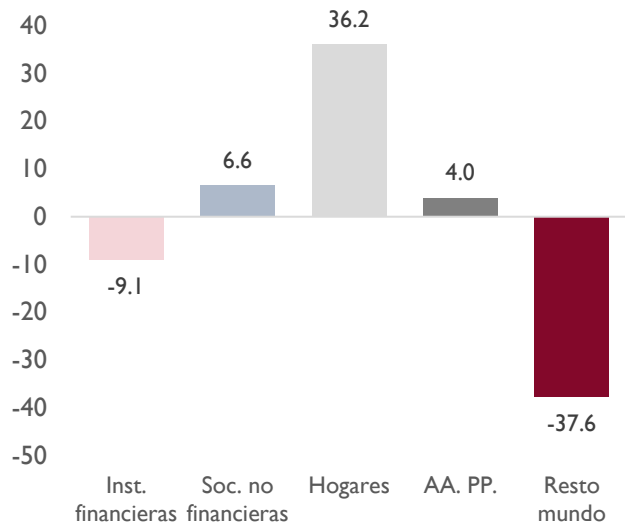
Cabe destacar la velocidad e intensidad de las compras por parte del sector de los hogares. El aumento de los tipos oficiales y su escasa traslación a remuneración de los depósitos de la banca comercial, junto el aumento del ahorro durante la pandemia, atrajo la inversión de los hogares a instrumentos como la Letras del Tesoro. Desde mediados de 2022 ha sido muy significativo el elevado interés de los inversores minoristas en las Letras del Tesoro, pasando a ser su principal tenedor, con un incremento histórico superior a los 26.000 millones de euros hasta octubre de 2024. Como resultado, los hogares acaparan a esa fecha más de un tercio (36,2%) del total de tenencias de Letras, siendo el principal tipo de inversor de este segmento.

En el último año, los principales bancos centrales han avanzado en la reducción de sus balances, un proceso conocido como "ajuste cuantitativo", con el objetivo de normalizar las condiciones monetarias tras años de políticas expansivas. Las bajadas de tipos irán acompañadas de la reducción de unos balances que crecieron exponencialmente en los últimos años. La reducción de los balances se ha llevado a cabo mediante una estrategia pasiva, basada en permitir que los activos lleguen a su vencimiento sin ser renovados, evitando la venta anticipada de estos instrumentos. Los balances de BCE y la FED seguirán reduciéndose en 2025, y podrían situarse alrededor del 40% y 20% del PIB de la Eurozona y EEUU respectivamente. Hasta ahora, los mercados han absorbido este ajuste de manera ordenada, sin generar disfunciones ni turbulencias, y sin poner en riesgo el proceso de relajación monetaria iniciado con las recientes reducciones de los tipos de interés.

Tenencias de Bonos y Obligaciones del Estado por tipo de inversor (%), variación mayo de 2022–octubre 2024

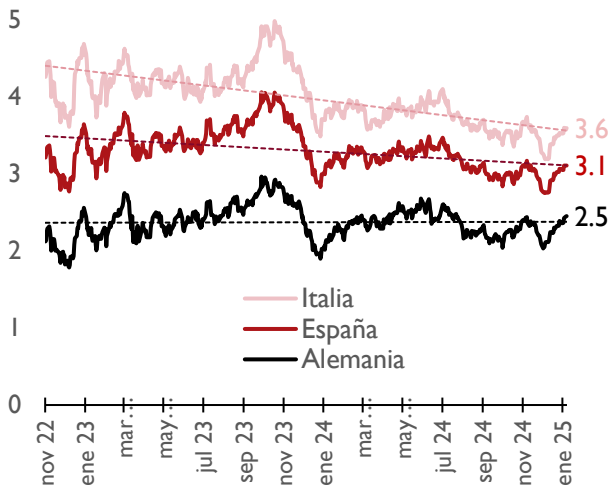


Tenencias de Letras por tipo de inversor (cuota en %), variación mayo de 2022–octubre 2024



Fuente: Banco de España

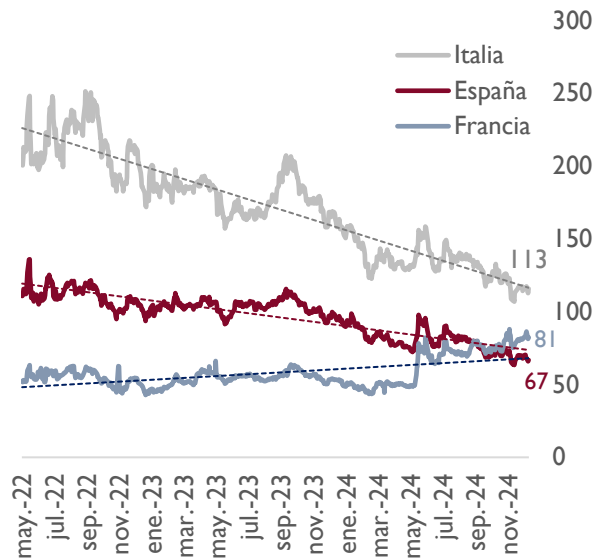
Rentabilidad de la deuda a 10 años (%)



Fuente: Refinitiv

Dentro de los grandes emisores europeos, España ha mejorado su posición relativa en los mercados de deuda, mientras Francia ha enfrentado un deterioro en la confianza de los inversores debido a la inestabilidad política y fiscal. Italia, aunque ha mostrado mejoras, continúa siendo vista con mayor cautela por los mercados. En los últimos años, las primas de riesgo de España, Francia e Italia han experimentado fluctuaciones significativas, reflejando las dinámicas económicas y políticas de cada país. La prima de riesgo española ha mostrado una tendencia a la baja, situándose en niveles similares a los de octubre de 2021. A principios de diciembre de 2024, descendió por debajo de los 70 puntos básicos, alcanzando los 65 puntos, lo que indica una mejora en la percepción de solvencia del país. En septiembre de 2024, la rentabilidad del bono español a 10 años se igualó con la del bono francés, un hito no observado desde 2007.

Diferencial con Alemania (prima de riesgo)



Fuente: Refinitiv

Coste medio de la deuda del Estado (%)



Fuente: Tesoro Público

En cuanto a la financiación del Estado, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro ha marcado un punto de inflexión en 2024, reduciéndose 28 puntos básicos. En 2024, el coste medio de años de las nuevas emisiones del Tesoro se situó en el 3,16%, 28 puntos básicos por debajo del 3,44% de 2023 y 80 por debajo del pico (3,96%) alcanzado en octubre 2023, una reducción acorde con la bajada acumulada de tipos del BCE. Unos tipos de emisión a la baja, pero superiores al coste medio de la cartera propiciarán que el coste medio siga subiendo durante un tiempo. Por otro lado, la vida media de la cartera sigue estabilizada en los valores máximos en torno a los 8 años alcanzados en 2021, habiendo cerrado 2024 en 7,9 años. Esta elevada vida media ha permitido suavizar el impacto de la subida de los tipos de interés en los últimos años, de manera que, el coste medio de la deuda en circulación ha subido sólo 57 puntos básicos desde su mínimo histórico en 2021, frente a una subida acumulada de 350 puntos básicos de los tipos oficiales en el mismo período.

Para 2025 el Tesoro Público propone un programa de financiación algo superior al del pasado ejercicio, aumentando las emisiones netas 5.000 millones de euros hasta los 60.000 millones. La emisión bruta prevista ascenderá a 278.448 millones de euros, un 7,4% superior a la de a 2024, debido al mayor volumen de amortizaciones y el ligero incremento en las emisiones netas, aunque en porcentaje del PIB se mantienen en el 17%, una ratio relativamente baja en términos históricos, que representa un reducido riesgo de refinanciación. La mayor parte de estas emisiones netas se cubrirán con instrumentos a medio y largo plazo, con 55.000 millones de euros, contribuyendo al objetivo de mantener la vida media de la cartera. Los 5.000 millones restantes se cubrirán con emisiones netas de Letras del Tesoro, para continuar aportando liquidez a estos instrumentos en un contexto de elevada demanda minorista.

Adicionalmente, el Gobierno espera que en 2025 se reciban por primera vez importes significativos de préstamos europeos del programa Next Generation EU. Estos préstamos van destinados a financiar los instrumentos financieros contemplados en la adenda al Plan de Recuperación, canalizando los fondos europeos al tejido empresarial español. En diciembre de 2024 el Tesoro solicitó el desembolso de 16.000 millones de euros en préstamos del Plan de Recuperación. España continuará recibiendo de manera paralela transferencias bajo los programas Next Generation EU y REPowerEU.

El Tesoro Público pretende promover la diversificación de la base inversora a través de la emisión de bonos verdes y bonos ligados a la inflación. En el año 2025 el Tesoro mantendrá la pauta de emisión de valores, de forma que obtendrá el grueso de su financiación a través de las subastas regulares de Letras del Tesoro y de Bonos y Obligaciones del Estado. Asimismo, se intensificará la emisión de bonos verdes con la intención de que estas emisiones alcancen un volumen similar al del resto de referencias de la curva del Tesoro.

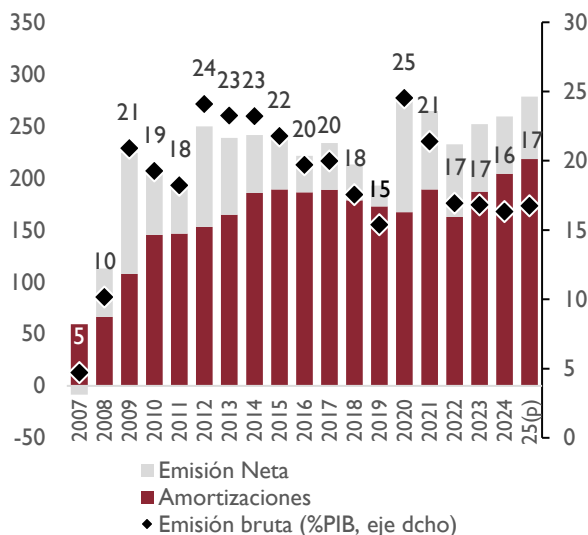
La deuda del Estado presenta un riesgo de refinanciación bajo. El perfil de vencimientos de la deuda del Estado muestra unas necesidades de financiación bien distribuidas a lo largo de los próximos años, con vencimientos moderados en el corto plazo y una distribución en el medio y largo plazo, sin concentración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

Financiación del Tesoro en 2024 y 2025 (mm€)

(miles de millones de euros)	Prev. inicial 2024	Ejecutado 2024	Previsión 2025
Financiación neta	55.0	55.0	60.0
Financiación bruta	257.6	259.4	278.4
Medio y largo plazo			
Financiación bruta	173.1	169.9	176.5
Amortización	118.1	118.1	121.5
Financiación neta	55.0	51.8	55.0
Letras del Tesoro			
Financiación bruta	84.5	89.5	101.9
Amortización	84.5	86.2	96.9
Financiación neta	0.0	3.3	5.0

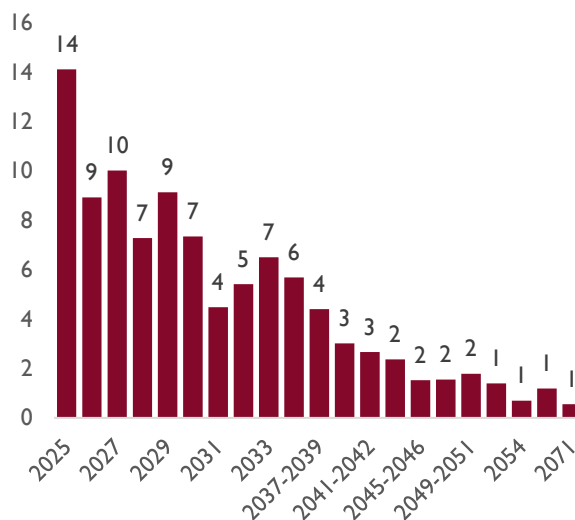
Fuente: Tesoro

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



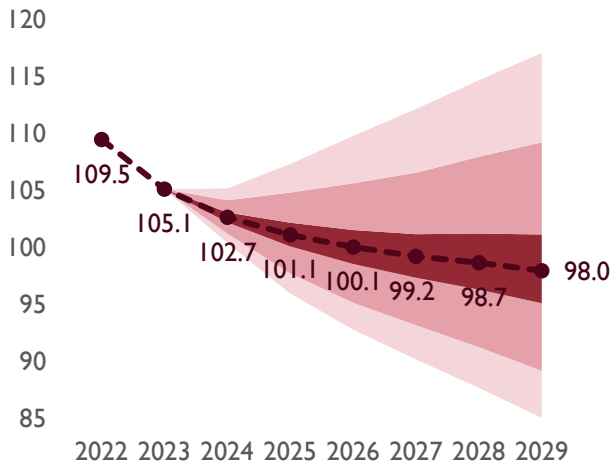
Fuente: Tesoro

Perfil de vencimientos de la deuda del Estado (ene-25) (porcentaje de la cartera y plazo de vencimiento)



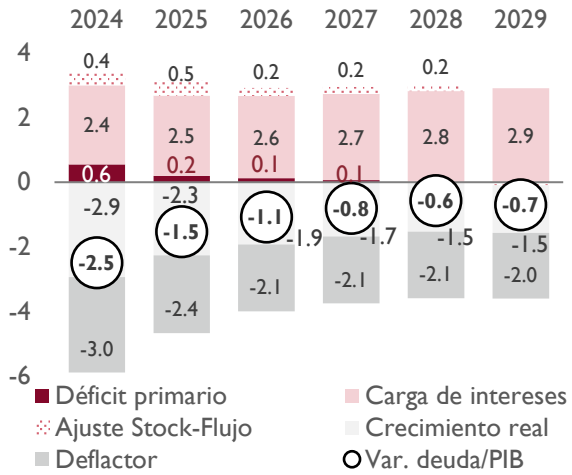
Fuente: Tesoro

Proyecciones de deuda a medio plazo (% PIB)



Fuente: AIReF

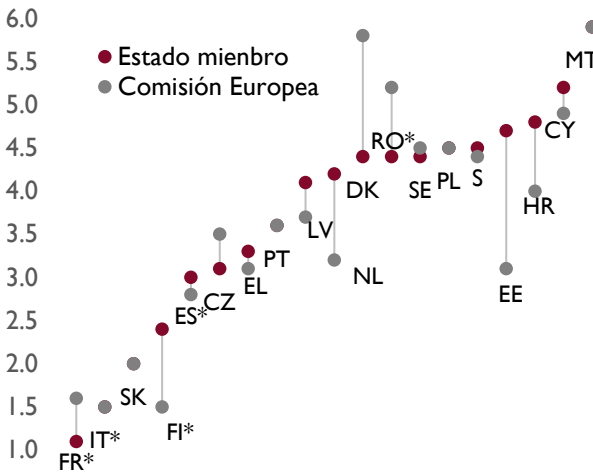
Contribuciones a la variación (puntos PIB)



La AIReF estima en su proyección inercial en el medio plazo una reducción de la ratio de deuda de 7,2 puntos de PIB respecto al nivel de 2023 situándola en el 98% en 2029. La reducción de la ratio vendrá sustentada por el crecimiento del PIB nominal (25,4 puntos), donde el deflactor tendrá una contribución muy notable (13,6 puntos). El déficit público contribuye al incremento de la deuda en 16,8 puntos, de los cuales 15,9 son intereses.

Se proyecta una ralentización en el ritmo de reducción de la ratio de deuda, que previsiblemente se agotaría a final de la década. La moderación de la contribución del crecimiento nominal, que se deslizará gradualmente a la baja en el periodo 2024-2029 (del 5,9% al 3,5%), con una evolución al alza de los intereses (del 2,4% al 2,9%) y un saldo primario estabilizado en torno al 0%, se traducirá en una ralentización del ritmo de reducción de la deuda.

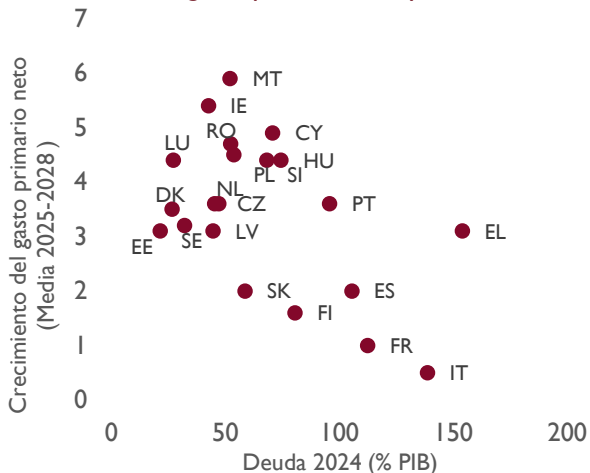
Crecimiento medio del gasto primario neto en los Planes



Fuente: Trayectorias de referencia de la CE y PFE de los EM. Los países con (*) han remitido Planes con un periodo de ajuste superior a 4 años.

El nuevo marco de gobernanza económica en la UE comenzó su implementación con la presentación de los Planes fiscales estructurales a medio plazo (PFEMP) por parte de la mayoría de los Estados miembros (EM) en octubre de 2024. La reforma del marco fiscal europeo entró en vigor en abril de 2024. Esta reforma pretende lograr sinergias entre la consolidación fiscal y el crecimiento y mejorar el cumplimiento de las reglas estableciendo planes diferenciados por países negociados de manera bilateral entre la CE y los gobiernos. Tras la remisión de las orientaciones previas por parte de la CE y el diálogo técnico, los EM han enviado a la Comisión Europea (CE) los primeros PFEMP. Los PFEMP se configuran como el principal documento presupuestario multianual de los gobiernos sustituyendo a la Actualización del Programa de Estabilidad. En el marco del Paquete de Otoño la CE avaló el contenido de los planes remitidos por 20 países, solicitando a los Países Bajos una revisión de la senda de gasto propuesta.

Crecimiento de gasto primario neto y nivel de deuda

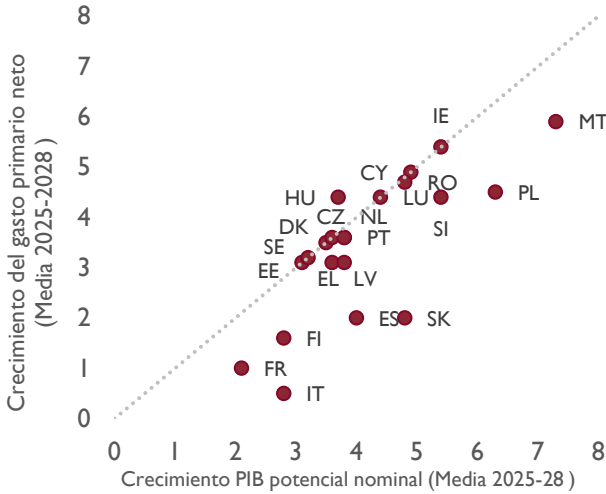


Fuente: AIReF

La reforma fiscal de la UE pone mayor énfasis en la sostenibilidad de la deuda y racionaliza los indicadores relevantes a efectos de supervisión fiscal en torno a la senda de gasto primario neto. El elemento central de estos planes es una senda de crecimiento del gasto primario neto que permanecerá fija para los próximos 4 años y que pretende garantizar que la deuda mantiene una trayectoria descendente en el medio y largo plazo. El nuevo marco parte de un análisis de sostenibilidad de la deuda para derivar esta senda de gasto. En general cuanto menor sea el nivel de deuda de partida, mayor el crecimiento de gasto medio de la trayectoria de referencia. Esta será la variable relevante para la supervisión tanto ex ante como ex post en los informes anuales de progreso que se presentarán en abril de cada año.

La reforma contempla la extensión del periodo de ajuste, de manera que éste pueda ser más gradual, si se comprometen reformas e inversiones. Cinco EM han remitido Planes con extensión de periodo: ES, FR, FI, IT y RO.

Crecimiento medio de la senda de referencia y PIB potencial



Los EM pueden formular sus propias sendas de gasto distintas a las de referencia de CE siempre y cuando las diferencias tengan una sólida justificación. Las sendas de gasto remitidas por los EM muestran diferencias con respecto a la trayectoria de referencia formulada como orientación previa por parte de la CE. De la primera ronda de Planes hasta 9 EM han remitido sendas de gasto superiores a la orientación previa. La CE ha valorado positivamente estos planes con la excepción del de Países Bajos cuya senda de gasto no cumpliría con las salvaguardas. Otros EM han remitido Planes con sendas de gasto inferiores a la trayectoria de referencia. Este es el caso de Dinamarca donde su marco fiscal nacional establece unos requisitos más exigentes que los que satisfacen el cumplimiento de las reglas europeas.

Fuente: AIReF

FR: Francia / IT: Italia / SK: Eslovaquia / FI: Finlandia / ES: España / CZ: Chequia / EL: Grecia / PT: Portugal / LV: Letonia / NL: Países Bajos / DK: Dinamarca / RO: Rumania / SE: Suecia / PL: Polonia / SI: Eslovenia / EE: Estonia / HR: Croacia / CY: Chipre / MT: Malta

Aunque la reforma pretendía que la determinación de los compromisos fiscales descansa en menor medida en variables no observables, el PIB potencial juega un papel central en la determinación de la senda de gasto. Bajo el supuesto de la metodología aplicada por la CE que los ingresos públicos crecen aproximadamente en línea con el PIB potencial, un crecimiento del gasto menor que el PIB conduce a un ajuste fiscal. Por tanto, un crecimiento potencial alto permite mantener un gasto más elevado. Así, los países que en el gráfico se sitúan más alejados y por debajo de la recta de 45 grados son los que tendrán que abordar una mayor consolidación.

El PFEMP contiene un compromiso de crecimiento del gasto primario neto de medidas de ingresos de las AA. PP. de un promedio anual del 3% entre 2025 y 2031, equivalente a un crecimiento acumulado del 23,3% hasta 2031 y con un perfil decreciente en el tiempo (el crecimiento del gasto neto en el promedio de 2025-2028 es de 3,4%). Este compromiso es superior en tres décimas en promedio a la trayectoria de referencia remitida por la Comisión Europea en junio y su perfil temporal también es distinto.

Compromiso fiscal 2025-2031. Gasto primario neto de medidas discrecionales de ingresos (tasas anuales de variación)

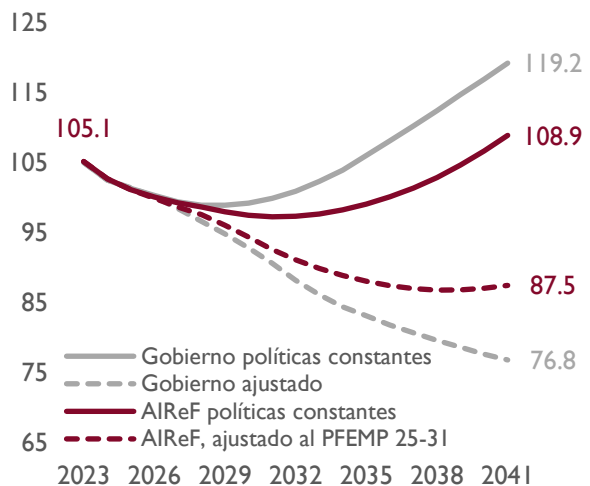
Tasa crecimiento del gasto computable	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
PFEMP	5.3	3.7	3.5	3.2	3	3	2.5	2.4
Trayectoria referencia Comisión	3.8	3.2	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5

Fuente: Plan Fiscal Estructural de Medio Plazo 2025-2028 y trayectoria de referencia de la Comisión

A largo plazo, la AIReF estima que la ratio de deuda podría retomar una senda ascendente en un escenario a políticas constantes, situándose en el 108,9% en 2041. Este incremento vendría determinado por una acumulación de déficit de 66 puntos, (60 de intereses), que no se verá compensada suficientemente por la aportación del crecimiento del PIB a la reducción de la misma (62,7 puntos).

La previsión inercial del Gobierno sitúa la ratio de deuda en el 119,2% del PIB, un nivel superior al proyectado por AIReF. Una peor evolución del saldo público con una aportación acumulada de 80,4 puntos, no se verá compensada suficientemente con una mayor la aportación del crecimiento del PIB nominal a la reducción de la misma (68,6 puntos).

Proyecciones de deuda a largo plazo (% PIB)

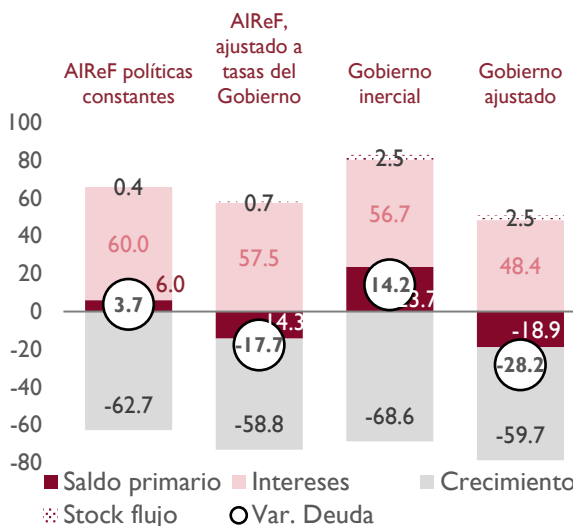


El escenario de ajuste del Gobierno, donde la variable “Gasto primario neto financiado a nivel nacional” crece a las tasas comprometidas, muestra una dinámica muy favorable de evolución del déficit y la deuda en el largo plazo. El déficit y la ratio de deuda se reducen 4,6 y 42,4 puntos respectivamente respecto al escenario inercial del Gobierno en 2041.

En cambio, la AIReF proyecta una menor reducción del déficit y de la ratio de deuda, aun cuando se cumpla la senda de gasto neto comprometida en el PFEMP. La aplicación de las tasas de evolución del gasto neto del compromiso fiscal en el periodo 2025-2031 junto al resto de variables macro-fiscales proyectadas por AIReF suponen una reducción en la ratio de deuda sobre PIB de 21,4 puntos respecto al escenario inercial al final del periodo. En términos de saldo, se proyecta una reducción del déficit de 2,4 puntos.

La AIReF realiza un ejercicio completo de previsiones del conjunto de ingresos y gastos, como el recogido en la Opinión sobre la sostenibilidad de las AA. PP., mientras que el PFEMP sigue la metodología del análisis de sostenibilidad de la Comisión manteniendo constante el saldo primario estructural e incorporando el coste del envejecimiento calculado en el Informe de envejecimiento de la Comisión y el impacto de las medidas de ingresos sobre el sistema de pensiones.

Contribuciones acumuladas en el periodo 2024-2041 a la variación de la ratio deuda sobre PIB



Fuente: AIReF

Crecimiento del gasto primario neto de medidas de ingresos, PFEMP vs AIREF (% PIB)

Tasa crecimiento del gasto computable	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<i>Gobierno PFEMP</i>								
Anual	5.3	3.7	3.5	3.2	3.0	3.0	2.5	2.4
Acumulado		3.7	7.3	10.8	14.1	17.5	20.4	23.3
<i>AIRe F política constantes</i>								
Anual	4.1	3.7	4.0	3.7	3.4	3.8	3.4	3.3
Acumulado		3.7	7.9	11.9	15.7	20.1	24.3	28.5

Fuente: PFEMP y AIReF

Desde el punto de vista de la AIReF, el cumplimiento de la senda de gasto comprometida requiere adoptar medidas adicionales a las recogidas en el PFEMP. Mientras que el PFEMP recoge un crecimiento promedio del 3% en el periodo 2025 a 2031, el escenario de la AIReF estima un promedio anual del 3,6%. Además, también hay diferencias en el perfil temporal.

En ese sentido, el PFEMP presentado por el gobierno, si bien puede ser acorde con las orientaciones de la Comisión Europea de junio, no ofrece detalle suficiente para ser considerado una herramienta útil de planificación presupuestaria a medio plazo. En primer lugar, no contiene ninguna información sobre el escenario presupuestario más allá de 2024 ni para el conjunto de AA. PP. ni por subsectores. Tampoco incorpora un cuadro macroeconómico detallado más allá de 2026. En segundo lugar, aunque recoja un compromiso de carácter normativo de evolución del gasto primario neto de medidas de ingresos, el PFEMP no explicita la vía por la que se prevé cumplir dicho compromiso, ni en forma de medidas específicas o de grandes líneas de actuación, ni el grado de esfuerzo a realizar por cada subsector.