



- La ratio de deuda sobre PIB descendió 0,9 p.p. en 2025 hasta el 100,8%, acumulando una reducción de 23,4 p.p. desde el máximo de 2021. En términos nominales la deuda aumentó un 4,8% hasta alcanzar los 1.7 billones de euros.
- Las principales previsiones de deuda para 2025 se situaban, con la excepción de las del Gobierno, ligeramente por debajo de la ratio finalmente observada. En concreto, la AIReF estimaba una ratio del 100,3%, 100,0% la Comisión Europea y 100,4% el FMI, lo que implica desviaciones de entre 0,4 y 0,8 p.p.
- Por el contrario, las previsiones del Gobierno apuntaban a una ratio de deuda superior a la finalmente observada: el PFEMP de octubre de 2024 la situaba en el 101,4% del PIB (0,6 p.p. por encima del dato definitivo), estimación que posteriormente se revisó al alza hasta el 101,7% (0,9 p.p. superior al registro final).
- La inflación de la zona euro se ha moderado desde el máximo de 2022 hasta situarse en el 2%, en línea con el objetivo del BCE. No obstante, persiste una notable heterogeneidad entre países, con tasas inferiores al 2% en economías como Francia o Italia y claramente superiores en otras como España o Eslovaquia.
- Esta moderación ha permitido al BCE relajar su política monetaria en 2025 mediante cuatro recortes de tipos, aunque en febrero optó por mantenerlos sin cambios, al considerar que la inflación evoluciona conforme a lo previsto y que el tipo de cambio no está alterando sus proyecciones.
- En la zona euro, con la inflación en el objetivo y tipos en niveles neutrales, el BCE mantiene una estrategia de “esperar y ver”, aunque persisten riesgos inflacionistas que han desplazado ligeramente al alza las expectativas de los tipos de interés futuros.
- La relajación de la política monetaria provocó una reducción significativa de las rentabilidades soberanas a un año en 2024 y 2025. Tras la pausa en el ciclo de recortes desde el verano de 2025, estas se estabilizaron en torno al 2% en las principales economías de la zona del euro.
- En contraste con la evolución del tramo corto, la rentabilidad de la deuda pública a diez años aumentó de forma generalizada en la UE en 2025, impulsada principalmente por el anuncio del plan fiscal alemán en marzo.
- Aunque las rentabilidades se moderaron posteriormente, se mantienen por encima de los niveles de finales de 2024. En términos interanuales, han aumentado en Alemania (+27 p. b.) y Francia (+11 p. b.), se mantienen estables en España y han disminuido en Italia (-18 p. b.).

- El mayor incremento de la rentabilidad del bono alemán frente al resto de economías ha provocado una reducción generalizada de las primas de riesgo en 2025. No obstante, la prima francesa se sitúa por encima de los niveles de 2024 y mantiene una tendencia creciente, reflejando la incertidumbre política y las dudas sobre la credibilidad del ajuste fiscal.
- Entre septiembre y octubre, las agencias de calificación revisaron los ratings soberanos en un contexto de mayor incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de Francia. Fitch y S&P rebajaron su calificación en un escalón, mientras que España obtuvo mejoras por parte de Fitch, Moody's y S&P, todas con perspectiva estable. Italia también registró subidas de rating por parte de Fitch y Moody's, y Grecia fue mejorada por Moody's por primera vez en quince años.
- En la actualidad, todos los Estados miembros cuentan con calificación de grado de inversión por parte de las principales agencias.
- En febrero de 2026, la Comisión Europea publicó el Debt Sustainability Monitor (DSM), un informe clave en la supervisión fiscal de la UE que evalúa los riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública a corto, medio y largo plazo.
- El DSM destaca que, aunque la deuda pública de la UE se ha reducido desde el máximo postpandemia, se mantiene en niveles elevados (82,8 % del PIB en 2025) y con fuertes divergencias entre Estados miembros. Además, persisten riesgos para la sostenibilidad, especialmente a medio y largo plazo, debido a un entorno macrofinanciero menos favorable, el envejecimiento poblacional y las crecientes necesidades de gasto vinculadas a la transición climática y al contexto geopolítico.
- En cuanto a los riesgos a corto plazo, el informe destaca que cuatro países —Bélgica, Italia, Francia y Finlandia— presentan elevadas necesidades de financiación, que superarán el 16 % del PIB en los próximos años, debido principalmente al volumen de vencimientos y a la persistencia de déficits. No obstante, los mercados continúan mostrando, en términos generales, una percepción favorable del riesgo soberano.
- A medio plazo, el DSM señala que, en ausencia de nuevas medidas fiscales, la deuda pública de la UE mantendría una trayectoria ascendente y podría aproximarse al 100 % del PIB en 2036.
- En este contexto, 12 Estados miembros se clasifican en situación de alto riesgo, 10 en riesgo medio y 5 en riesgo bajo, destacando el aumento del nivel de riesgo respecto al informe anterior en países como Alemania (de medio a alto), así como en Estonia y Países Bajos (de bajo a medio).
- A largo plazo, el DSM evalúa la sostenibilidad fiscal mediante los indicadores S1 y S2, que estiman el esfuerzo estructural necesario para reducir la deuda al 60 % del PIB en 2070 y para garantizar su sostenibilidad intertemporal, incorporando el impacto del envejecimiento.

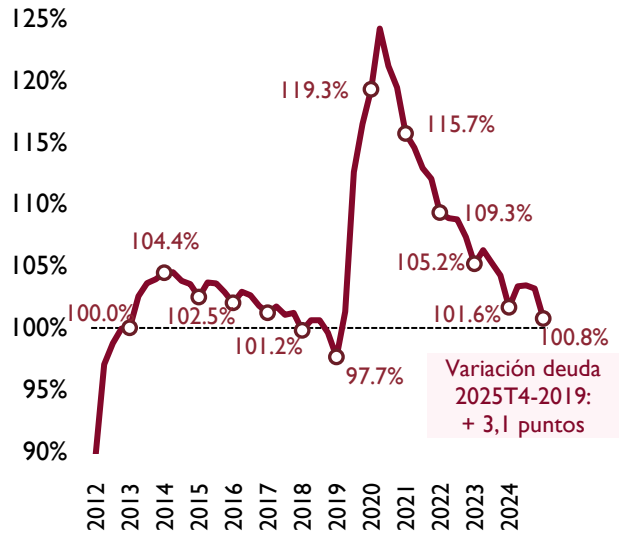
- *El análisis clasifica a 6 Estados miembros en alto riesgo, 14 en riesgo medio y 7 en riesgo bajo, señalando el envejecimiento poblacional —y el consiguiente aumento del gasto en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración— como el principal factor de presión, especialmente en países como Bélgica, Luxemburgo, Hungría, Malta, Eslovenia y Eslovaquia.*
- *El informe analiza un escenario basado en el cumplimiento íntegro de los planes fiscales a medio plazo y concluye que, si los Estados miembros respetan las trayectorias de gasto neto aprobadas, la deuda pública seguiría una senda claramente más descendente que bajo un escenario de políticas sin cambios. En el conjunto de la UE, la ratio deuda/PIB en 2036 sería más de 20 puntos porcentuales inferior al escenario base.*
- *El DSM considera que España presenta riesgos contenidos a corto plazo, con necesidades de financiación en torno al 15 % del PIB en 2026-2027 y una percepción favorable por parte de los mercados, respaldada por mejoras recientes en la calificación crediticia y el mantenimiento del grado de inversión.*
- *A medio plazo, sin embargo, el riesgo es elevado. Bajo un escenario de políticas sin cambios, la deuda volvería a aumentar tras 2028 y podría alcanzar el 108 % del PIB en 2036, en un contexto de elevados déficits y creciente gasto asociado al envejecimiento. Las proyecciones estocásticas refuerzan esta señal de vulnerabilidad, mostrando una probabilidad significativa de que la deuda aumente y un alto grado de incertidumbre sobre su trayectoria futura.*
- *A largo plazo, el riesgo se califica como medio, pero exige un esfuerzo fiscal relevante: el indicador S2 estima que sería necesario mejorar el saldo primario estructural en 5,3 puntos del PIB para estabilizar la deuda, principalmente por el aumento del gasto en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración. Asimismo, el indicador S1 apunta a un ajuste de 4,8 puntos para reducir la deuda al 60 % del PIB en 2070.*

La ratio española de deuda sobre PIB se situó en el cuarto trimestre de 2025 en el 100,8%, lo que supone una reducción de 2,4 puntos respecto al tercer trimestre de 2025 y de 0,9 puntos en comparación con el mismo trimestre de 2024, cuando la ratio se situaba en el 101,6%. Desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (124,2%), la reducción acumulada asciende a 23,4 puntos, si bien la ratio continúa 3,1 puntos por encima del nivel previo a la pandemia. En términos monetarios, el volumen de deuda ha incrementado un 4,8% interanual, hasta alcanzar 1.699 miles de millones de euros.

Las principales previsiones de deuda para 2025 se situaban, con la excepción de las del Gobierno, ligeramente por debajo de la ratio finalmente observada. En concreto, la AIReF estimaba una ratio del 100,3 %, lo que supone una desviación de 0,5 puntos porcentuales respecto al dato final. La Comisión Europea, en el Debt Sustainability Monitor (DSM) publicado en febrero, proyectaba un 100,0 %, 0,8 puntos por debajo del valor observado. Por su parte, la OCDE anticipaba en noviembre de 2025 una ratio del 99,4 %, lo que implica una diferencia de 1,4 puntos porcentuales. Finalmente, el FMI, en el World Economic Outlook (WEO) de octubre de 2025, estimaba una ratio del 100,4 %, 0,4 puntos inferior a la registrada.

En contraste, las previsiones del Gobierno apuntaban a una ratio de deuda superior a la finalmente observada. En concreto, el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) de octubre de 2024 situaba la deuda en el 101,4 %, lo que supone 0,6 puntos porcentuales por encima del dato finalmente observado. Esta estimación fue revisada al alza en abril de 2025, en el Informe de Progreso Anual 2025, hasta el 101,7%, ampliando la desviación hasta 0,9 puntos porcentuales respecto a la ratio finalmente observada.

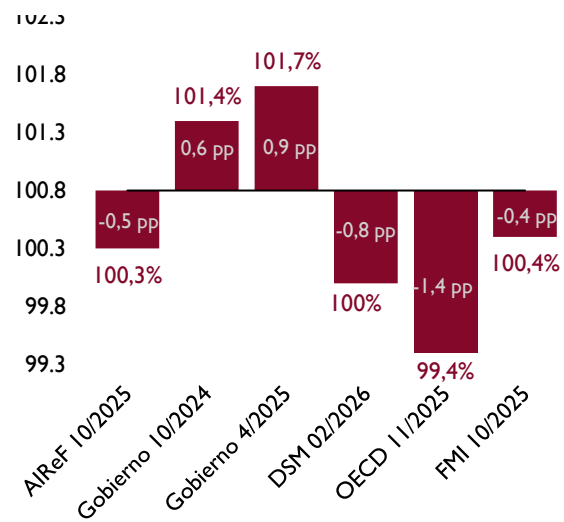
Deuda (PIB), evolución trimestral



Variación deuda 2025T4-2019: + 3,1 puntos

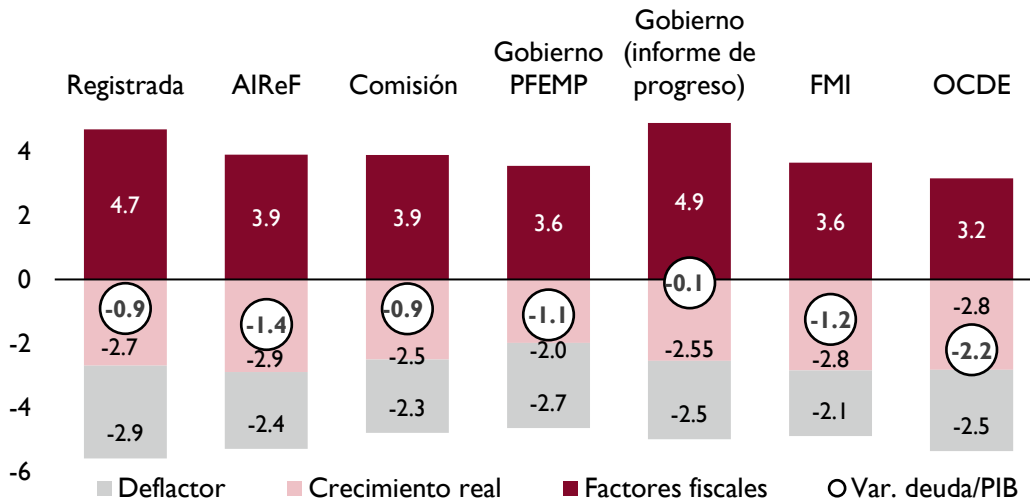
Fuente: Banco de España e INE

Previsiones deuda 12-2025 principales organismos



Fuente: Banco de España, Refinitiv, Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. Gobierno 10/2024 hace referencia a la previsión prevista en el PFEMP y Gobierno 4/2025 a la prevista en el informe de progreso anual

Previsiones principales organismos por factores



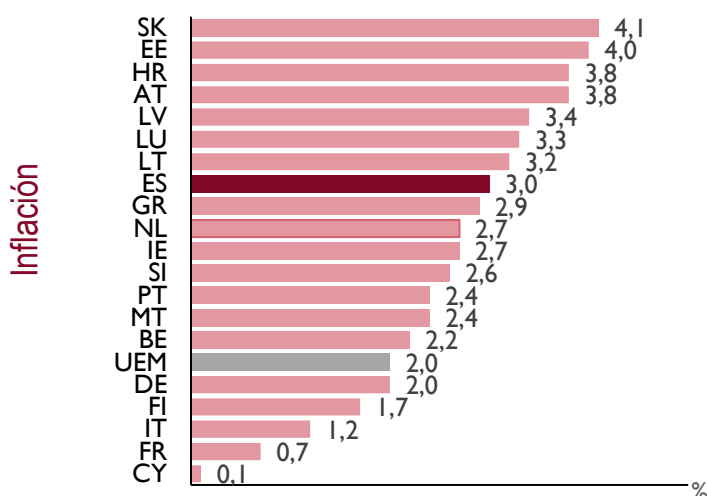
Fuente: AIReF

En el caso de AIReF, la desviación respecto al dato observado se explica por una contribución de los factores fiscales (déficit y ajuste stock-flujo) más adversa de lo anticipado (0,8 p.p. peor de lo estimado), parcialmente compensada por un crecimiento económico superior al previsto, cuya contribución positiva sobre la ratio de deuda fue finalmente 0,3 p.p. mayor de lo proyectado.

En el caso del Gobierno, la última estimación publicada en abril en el Informe de Progreso Anual se situó por encima de la ratio finalmente registrada. Esta desviación se explica por una estimación de la contribución de los factores fiscales más intensa que la finalmente producida, junto con una previsión de crecimiento económico inferior al observado.

Por su parte, las previsiones de la Comisión Europea, el FMI y la OCDE también se situaron por debajo de la ratio finalmente observada. Ello ocurrió pese a que, al igual que el Gobierno y la AIReF, estas instituciones proyectaban un crecimiento económico inferior al finalmente producido. No obstante, al igual que en el caso de la AIReF, estimaron una contribución negativa de los factores fiscales menos intensa que la finalmente registrada.

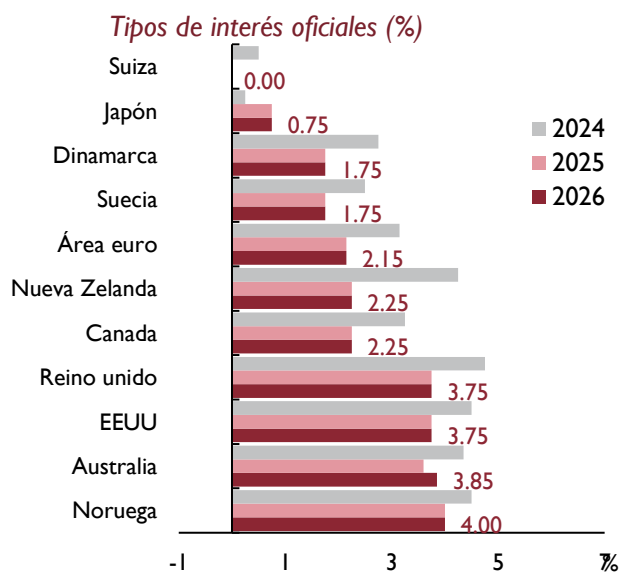
*Inflación armonizada en la zona euro (EA20).
Tasa interanual. Último dato: diciembre 2025*



La tasa de inflación de la zona euro se ha moderado desde el máximo alcanzado en el año 2022, logrando en mayo el objetivo del 2%. En diciembre de 2025, la tasa de inflación volvió a la tasa objetivo del 2,0 %. No obstante, pese a la convergencia del agregado, persiste una elevada heterogeneidad entre países. Por debajo del objetivo del 2% se encuentran Francia (0,7 %), Chipre (0,1%), Italia (1,2 %) y Finlandia (1,7%). Alemania (2%) se encuentra justo en el objetivo. Por encima del objetivo de inflación destacan Bélgica (2,2%), Malta (2,4%), Portugal (2,4%), Eslovenia (2,6%), Irlanda (2,7%), Países Bajos (2,7%), Grecia (2,9%) o España (3%); teniendo Eslovaquia la tasa de inflación más elevada (4,1%).

Fuente: Eurostat. Cada una de las siglas del presente gráfico corresponde a los siguientes países: AT (Austria), BE (Bélgica), CY (Chipre), EE (Estonia), FI (Finlandia), FR (Francia), DE (Alemania), GR (Grecia), IE (Irlanda), IT (Italia), LV (Letonia), LT (Lituania), LU (Luxemburgo), MT (Malta), NL (Países Bajos), PT (Portugal), SK (Eslovaquia), SI (Eslovenia), HR (Croacia), ES (España).

La moderación de la inflación a lo largo de 2025 ha permitido una relajación de la política monetaria de los principales bancos centrales, con la excepción de Japón, aunque con ritmos distintos. En la eurozona, el BCE ha llevado a cabo cuatro bajadas de tipos de interés en el 2025, situándolos desde el 11 de junio de 2025 en el 2% para la facilidad de depósitos, el 2,15% para operaciones principales de refinanciación y el 2,4% para la facilidad marginal de crédito. En la última decisión de política monetaria el 5 de febrero, el BCE decidió mantener sin cambios los tipos de interés, pese a que los datos de enero apuntaban a una tasa de inflación ligeramente inferior a la del objetivo (del 1,7%). Lagarde señaló que la inflación sigue la senda anticipada por el BCE, viniendo explicada la bajada de la inflación general principalmente por la caída interanual de la energía. Además, señaló que no hay movimientos de tipo de cambio que alteren sus proyecciones.



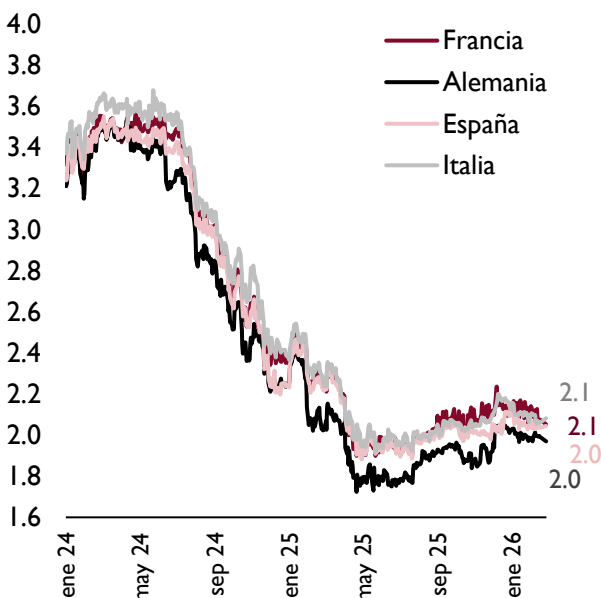
Fuente: Refinitiv

En EE. UU, la Reserva Federal ha recortado en 25 p.b. los tipos de interés en tres ocasiones: 17 de septiembre, 29 de octubre y 10 de diciembre; hasta situarlos en el rango 3,5%-3,75%. En la última reunión de finales de enero de 2026, la FED decidió pausar la bajada de tipos, considerando que los tipos actuales son suficientes en el contexto macroeconómico vigente, caracterizado por un crecimiento sólido, un mercado laboral que señale de estabilización y una inflación aún algo elevada, pero sin presiones adicionales que lleven a movimientos inmediatos.

De cara a las próximas reuniones de política monetaria —la Reserva Federal el 18 de marzo y el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón el 19 de marzo— no se anticipan grandes cambios en los tipos de interés oficiales. La principal excepción sería el Banco de Inglaterra, donde el mercado asigna una probabilidad del 83% a una bajada de 25 puntos básicos, tras la última reunión en la que se optó por mantener los tipos sin cambios en una votación ajustada (cinco miembros a favor de mantenerlos y cuatro partidarios de recortarlos en 25 puntos básicos). En el caso de Japón, se decidió mantener sin cambios los tipos de interés en la reunión de finales de enero de 2025, tras la subida de tipos de interés en 25 puntos en diciembre. El comunicado tras la última reunión apunta a una postura más restrictiva frente a la inflación a futuro, aunque los mercados dan una mayor probabilidad a que no haya cambios en la próxima reunión.

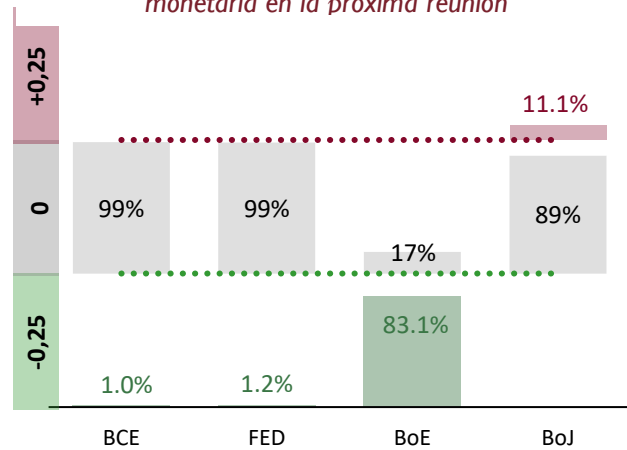
En la zona euro, el BCE parte de un escenario con una inflación en el objetivo, una actividad resiliente y unos tipos de interés en niveles neutrales, lo que le permite adoptar una estrategia de “esperar y ver” de cara a futuras decisiones de política monetaria. No obstante, persisten riesgos inflacionistas que podrían requerir un cierto endurecimiento de la política monetaria, como las inercias en algunas partidas de la inflación (servicios), el impulso fiscal en Alemania y el aumento del gasto en defensa en los países de la UE. Conssecuencia de ello, la curva OIS, que refleja las expectativas de tipos de interés en la zona euro, se ha desplazado ligeramente al alza en todos los horizontes respecto a mediados de 2025 y en los horizontes más próximos respecto a hace un año.

Rentabilidad de la deuda soberana, bono a 1 año



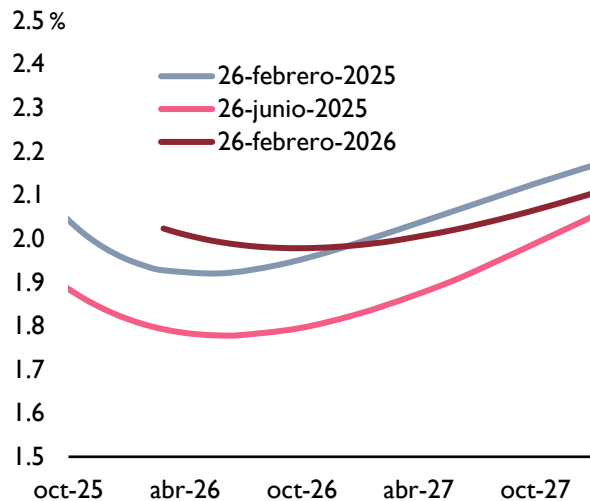
Fuente: Refinitiv y AIReF

Probabilidad de cambio de tipo de interés de política monetaria en la próxima reunión



Fuente: Refinitiv y AIReF

OIS €STER FORWARD INSTANTÁNEO



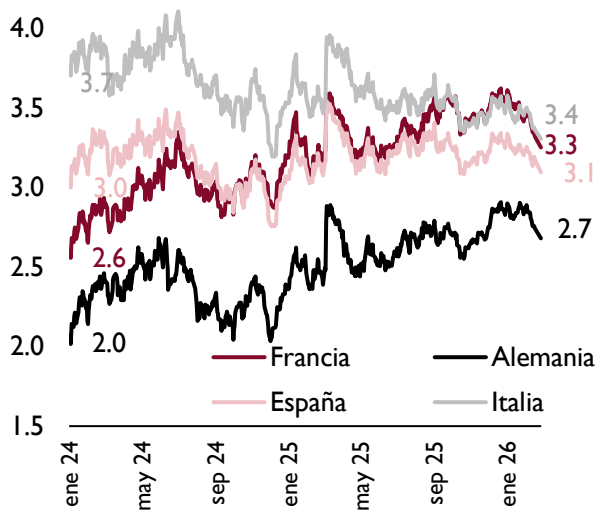
Fuente: Refinitiv y AIReF

La relajación de la política monetaria ha tenido impacto en los mercados de deuda soberana a corto plazo. A lo largo de 2024 y comienzos de 2025, las rentabilidades a un año registraron una senda marcadamente descendente en Alemania, Francia, Italia y España, en línea con el ciclo de bajadas de tipos oficiales. A partir del verano de 2025, coincidiendo con la pausa en el proceso de recortes, las rentabilidades dejaron de caer y pasaron a estabilizarse. En febrero de 2026, los tipos a un año se sitúan en torno al 2 % en los cuatro países. La dinámica observada refleja que el tramo corto de la deuda soberana está fundamentalmente determinado por las decisiones de política monetaria y las expectativas sobre el tipo oficial, sin apenas incorporar diferenciales asociados a riesgo específico de país. Ello lleva a que las series presenten trayectorias muy similares y niveles prácticamente alineados.

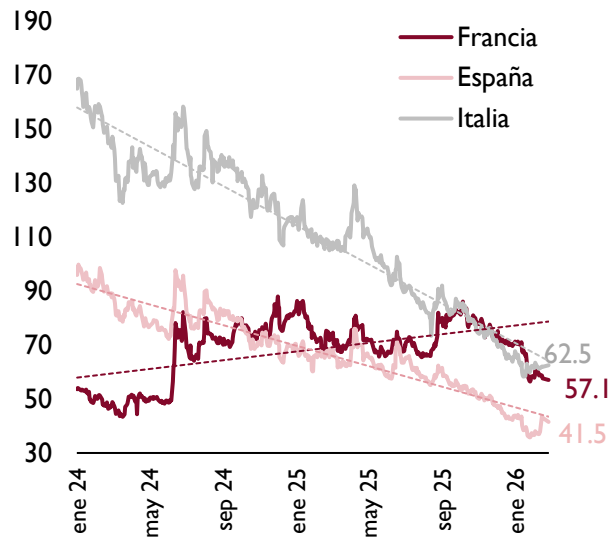
Frente a esta dinámica observada en el corto plazo, la rentabilidad de la deuda pública a diez años ha aumentado de forma generalizada en la UE en 2025, impulsada principalmente por el anuncio del plan fiscal alemán en marzo de ese año. A lo largo de 2025, las rentabilidades se han moderado, aunque se mantienen por encima de los niveles observados a finales de 2024. En comparación con hace un año, las rentabilidades han aumentado en Alemania (27 p. b.) y Francia (11 p. b.), se mantienen en el mismo nivel en España y han disminuido en Italia (-18 p.b.). En este último caso, la rentabilidad de la deuda italiana ha convergido hacia la francesa situándose en algunos momentos del año 2025 por debajo de esta ante la combinación de incertidumbre política y la necesidad de un ajuste fiscal existente en Francia.

El incremento de la rentabilidad del bono alemán superior a la del resto de los países de la UE, ha llevado a una caída generalizada de la prima de riesgo a lo largo de 2025. No obstante, la prima de riesgo francesa se sitúa por encima de los niveles de 2024 y sigue una tendencia creciente, pese a la caída observada en los últimos meses. La incertidumbre política del país y la necesidad de un ajuste fiscal creíble han impulsado la rentabilidad del bono francés, que desde agosto cotiza por encima del español y con ello, han presionado al alza la prima de riesgo frente Alemania.

Rentabilidad de la deuda soberana, bono a 10 año



Diferencia respecto a Alemania, bono a 10 año



Fuente: Refinitiv y AIReF

Entre septiembre y octubre, las principales agencias de calificación crediticia revisaron sus ratings soberanos en un contexto de mayor incertidumbre en torno a la sostenibilidad de la deuda francesa. En particular, tanto Fitch como S&P rebajaron la calificación de Francia en un escalón, reflejando el deterioro percibido en su posición fiscal. Por el contrario, España registró mejoras en su calificación crediticia. Las tres principales agencias (Fitch, Moody's y S&P) revisaron al alza el rating soberano, manteniendo en todos los casos una perspectiva estable. Italia también experimentó avances en su perfil crediticio: Fitch elevó la calificación en un escalón y, posteriormente, en noviembre, Moody's realizó igualmente una mejora de un escalón. Asimismo, Moody's incrementó el rating de Grecia por primera vez en quince años, de modo que actualmente todos los Estados miembros cuentan con calificación de grado de inversión por parte de las principales agencias internacionales.

Calidad	Moody's	S&P	Fitch
Principal	Aaa	Aaa	Aaa
Alto grado	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Grado medio superior	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Grado de no inversión especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-

¿Qué es el “Debt Sustainability Monitor”?

El DSM es un informe fundamental en la supervisión fiscal de la UE. Su principal objetivo es identificar los riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública en los Estados miembros a corto, medio y largo plazo. Además de analizar la trayectoria proyectada de la deuda, el DSM examina una amplia gama de factores de riesgo adicionales, entre ellos las necesidades brutas de financiación, la evolución de los tipos de interés, las perspectivas de crecimiento económico y el impacto presupuestario del envejecimiento de la población. Sus resultados constituyen un insumo clave para el [Semestre Europeo](#) y orientan el diseño y la evaluación de la política fiscal en la Unión.

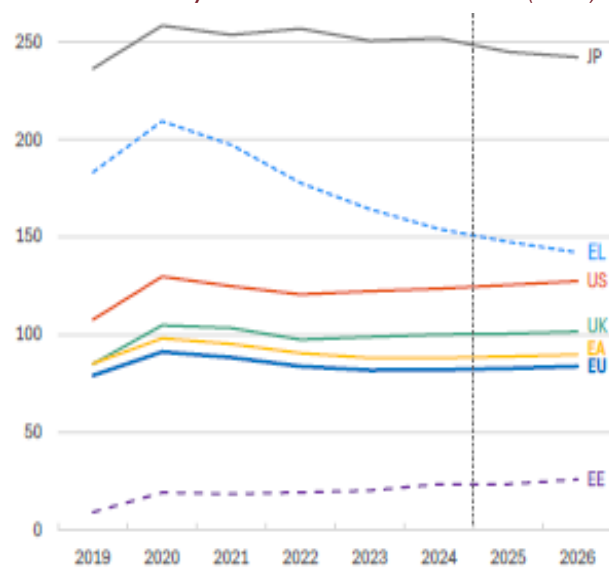
En febrero de 2026, la Comisión Europea publicó el *Debt Sustainability Monitor (DSM)*. La edición de 2025 se basa en las previsiones del *Autumn Forecast 2025* y en las proyecciones de gasto asociado al envejecimiento recogidas en el *Ageing Report 2024*. Los detalles metodológicos se presentan en los anexos del informe, con el objetivo de garantizar la máxima transparencia. La presentación del informe se estructura en: (i) capítulos horizontales organizados por horizonte temporal y (ii) fichas individuales para cada uno de los 27 Estados miembros.

¿Qué nos dice sobre la deuda en Europa?

El DSM señala que, aunque la ratio de deuda pública sobre PIB en la UE se ha reducido de forma apreciable desde el máximo alcanzado tras la pandemia, sigue situada en niveles elevados y muestra notables divergencias entre Estados miembros, con diferencias particularmente acusadas entre países como Grecia y Estonia. En 2025, la deuda se estima en torno al 82,8 % del PIB en la UE, por debajo de los niveles observados en otras economías avanzadas como Estados Unidos o Japón, pero aún por encima de los registros previos a la COVID-19 en varios países.

Más allá del nivel agregado, el informe subraya que los riesgos para la sostenibilidad persisten, especialmente en el medio y largo plazo, debido a un entorno macrofinanciero menos favorable, el impacto del envejecimiento poblacional y las crecientes necesidades de gasto asociadas a la transición climática y al contexto geopolítico.

Deuda en la UE y otras economías avanzadas (%PIB)



Fuente: Comisión Europea

El DSM adopta un enfoque integral y evalúa la sostenibilidad de la deuda en tres horizontes temporales diferenciados:

- Corto plazo: ¿existen tensiones inmediatas de financiación?
- Medio plazo (10 años): ¿cómo evolucionaría la deuda si no cambian las políticas actuales?
- Largo plazo (hasta 2070): ¿qué impacto tendrá el envejecimiento de la población sobre el gasto en pensiones y sanidad?

Riesgos a corto plazo

En el capítulo 1 se analizan los riesgos a corto plazo para la sostenibilidad fiscal. En particular, se examina el volumen de recursos que deberán captar en los mercados financieros y el coste asociado, a través de indicadores como el riesgo de liquidez y la percepción del riesgo soberano por parte de los inversores.

En relación con el riesgo de liquidez, las necesidades de financiación se han mantenido elevadas en 2025 en 5 países (Bélgica, España, Italia, Francia y Finlandia). En los próximos años se prevé que se mantengan por encima del 16% del PIB en 4 países (Bélgica, Francia, Italia y Finlandia), debido sobre todo al vencimiento de deuda y a déficits presupuestarios.

En relación con los costes de financiación, el informe observa en 2025 un incremento generalizado de las rentabilidades soberanas a diez años en la UE, junto con una compresión de las primas de riesgo, en línea con el análisis del presente Observatorio. A pesar de algunas rebajas en las calificaciones crediticias, los mercados mantienen, en términos generales, una percepción favorable del riesgo soberano, y todos los Estados miembros conservan actualmente el grado de inversión.

Riesgos a medio plazo

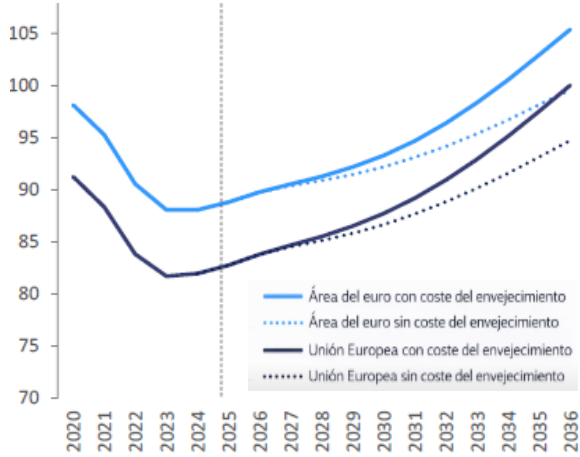
El capítulo 2 analiza los riesgos de sostenibilidad fiscal a medio plazo mediante un análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA) que combina proyecciones deterministas de la ratio de deuda hasta 2036 —incluyendo un escenario base y diversos escenarios alternativos y pruebas de sensibilidad— con simulaciones estocásticas que incorporan posibles perturbaciones macroeconómicas y financieras y permiten evaluar la distribución de trayectorias alternativas de deuda.

A medio plazo, el escenario de políticas constantes implicaría una trayectoria creciente de la deuda. El DSM advierte que, en ausencia de nuevas medidas fiscales desde 2027, la ratio de deuda pública de la UE podría situarse en torno al 100% del PIB en 2036.

Las proyecciones deterministas incorporan diversos escenarios alternativos:

El escenario que supone la convergencia del saldo primario estructural hacia su promedio histórico modera la senda de crecimiento de la deuda respecto al escenario base. Las reducciones más significativas se observan en Grecia y Alemania; en este último caso, la deuda se situaría en 2036 en niveles próximos al 60 % del PIB.

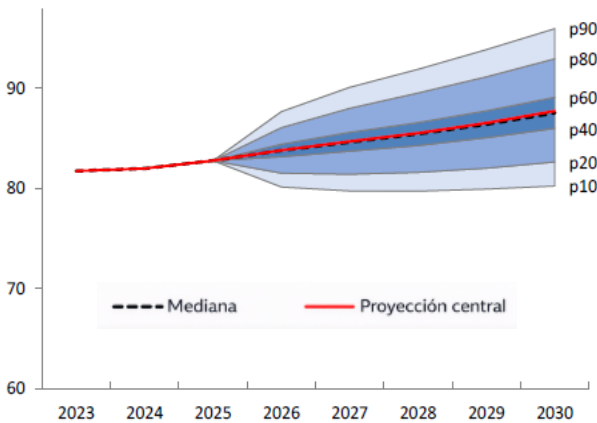
Proyecciones de deuda pública en el escenario base: Unión Europea y área del euro



Fuente: Comisión Europea

Por el contrario, los otros tres escenarios considerados —una expansión fiscal, un deterioro del diferencial r-g y un shock financiero en 2026 que eleva temporalmente los tipos de interés— generan trayectorias de deuda más elevadas que en el escenario base y refuerzan la señal de riesgo en países como República Checa, Estonia, Países Bajos, Rumanía y Portugal.

Proyecciones estocásticas de la deuda UE (% PIB)



Fuente: Comisión Europea

Según las proyecciones estocásticas, en 2030 la ratio de deuda pública se situaría, con una probabilidad del 80%, en un intervalo aproximado de entre el 80% y el 96% del PIB. No obstante, persiste el riesgo de que la deuda alcance niveles superiores en el horizonte de cinco años, especialmente en Bélgica, Francia y Finlandia, y en menor medida en España, Austria e Italia. Asimismo, las estimaciones reflejan una elevada incertidumbre en torno a la proyección central para Grecia.

A través de proyecciones deterministas y estocásticas se clasifica a 12 Estados miembros en alto riesgo, 10 en riesgo medio y 5 en riesgo bajo. La categorización parte de los resultados del escenario base de las proyecciones deterministas y puede incrementarse en función de los escenarios adversos y las proyecciones estocásticas, pero no reducirse. Respecto al DSM de 2024, destaca el caso de Alemania, Estonia y Países Bajos, que han aumentado el riesgo en un escalón, pasando Alemania de medio a alto y Estonia y Países Bajos de bajo a medio

Riesgo medio plazo (todos los escenarios)

		Bajo	Medio	Alto
Escenario base	Bajo	SE, DK, IE, LU, MT	CY, PT, BG, CZ, EE, NL	
	Medio		HR, LV, LT, SI	RO, EL
	Alto			DE, ES, BE, AT, FR, IT, HU, PL, SK, FI

Fuente: Comisión Europea

Riesgos a largo plazo

El capítulo 3 evalúa los riesgos para la sostenibilidad fiscal a largo plazo a partir de los indicadores S1 y S2, que cuantifican el esfuerzo fiscal estructural necesario realizar en 2027 para cumplir dos objetivos diferenciados. El indicador S1 mide el ajuste requerido para situar la ratio de deuda pública en el 60 % del PIB en un horizonte de referencia a largo plazo (2070), teniendo en cuenta los costes asociados al envejecimiento. Por su parte, el indicador S2 estima el ajuste permanente necesario para garantizar la sostenibilidad intertemporal de las finanzas públicas, es decir, para estabilizar la deuda a muy largo plazo teniendo en cuenta igualmente el impacto total del envejecimiento de la población.

El análisis concluye que 6 Estados miembros presentan alto riesgo, 14 riesgo medio y 7 riesgo bajo, siendo el envejecimiento poblacional el principal factor explicativo del riesgo. En los países clasificados como de alto riesgo (Bélgica, Luxemburgo, Hungría, Malta, Eslovenia y Eslovaquia), el principal factor es el aumento proyectado del gasto asociado al envejecimiento —pensiones, sanidad y cuidados de larga duración—, en algunos casos combinado con elevados niveles iniciales de déficit o deuda. Esto no implica que la deuda vaya a ser necesariamente insostenible, pero sí señala que, sin reformas estructurales o ajustes graduales, las presiones presupuestarias tenderán a intensificarse.

Panorama general de la clasificación de riesgos a largo plazo

Leyenda:		BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	EL	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	
ALTO	Riesgo a largo plazo	General	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
MEDIO		S2	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
BAJO		S1	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■

Fuente: Comisión Europea

Otros factores de riesgo

El capítulo 4 analiza factores adicionales que pueden agravar o mitigar los riesgos para la sostenibilidad fiscal, complementando el análisis de los capítulos anteriores. Entre estos factores se incluyen la estructura de la deuda, los pasivos públicos no incluidos en la definición de deuda según el procedimiento de déficit excesivo (EDP), especialmente los pasivos contingentes, así como los activos públicos y la deuda neta.

En general, la estructura de la deuda pública en la UE sigue siendo favorable. En la última década se ha observado un alargamiento de los vencimientos, que en 2024 continúan en niveles elevados, aunque algunos países han empezado a reducirlos. El recurso a deuda a corto plazo sigue disminuyendo en promedio, pese a ligeros aumentos en algunos Estados miembros. La base inversora es amplia y diversificada, mayoritariamente doméstica, aunque algunos países fuera de la zona euro presentan exposición al riesgo cambiario.

Los riesgos asociados a pasivos no incluidos en el EDP y a pasivos contingentes son, en conjunto, limitados. Las “otras cuentas a pagar” siguen siendo el principal componente de la deuda no EDP, aunque han disminuido en varios países. Las garantías públicas también muestran una tendencia moderada y descendente, y el sector bancario europeo parece resiliente, si bien el sector financiero no bancario requiere vigilancia.

Los activos financieros públicos contribuyen a mitigar riesgos en algunos Estados miembros. En 2024, la deuda neta de la UE se situó en el 66 % del PIB, frente al 81 % de la deuda bruta (Maastricht). El concepto más amplio de patrimonio financiero neto alcanzó el 54 % del PIB.

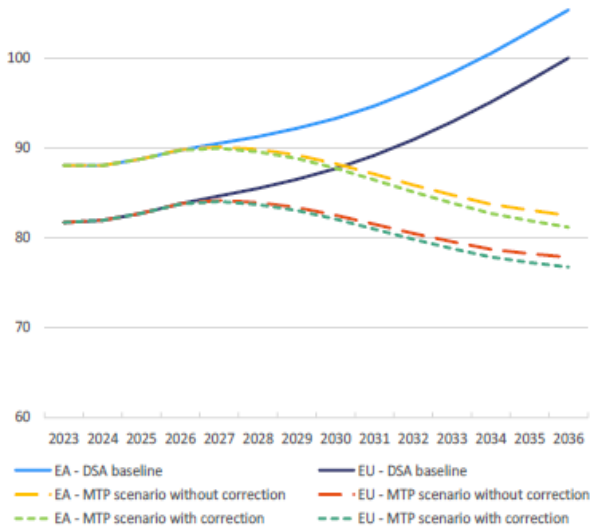
Por último, el cambio climático emerge como un riesgo macrofiscal relevante. Sus efectos físicos y las políticas de mitigación y adaptación pueden influir en el crecimiento, la inversión y, en última instancia, en la trayectoria de la deuda pública. El análisis de escenarios climáticos muestra que las trayectorias de deuda a largo plazo varían según la rapidez y coordinación de la acción climática.

Relación con el nuevo marco fiscal europeo

El capítulo 5 aborda tres cuestiones vinculadas al marco fiscal europeo que resultan relevantes para el seguimiento de la sostenibilidad de la deuda.

- En primer lugar, recoge la evaluación realizada por la Comisión en junio de 2025 sobre la activación de la cláusula nacional de escape. Los resultados indican que un incremento del gasto en defensa durante el período cubierto por la cláusula exigiría un mayor esfuerzo de ajuste en la fase posterior, a fin de garantizar la sostenibilidad fiscal.
- En segundo lugar, presenta un escenario basado en el cumplimiento de los planes fiscales a medio plazo (MTP). Si los Estados miembros cumplen íntegramente las trayectorias de gasto neto aprobadas por el Consejo en sus planes fiscales a medio plazo, la deuda seguiría una trayectoria más baja que bajo políticas sin cambios en todos los países cuya deuda supera el 60% del PIB. A nivel agregado de la UE, la ratio deuda/PIB en 2036 sería más de 20 puntos porcentuales inferior respecto al escenario de políticas actuales.
- Por último, el capítulo presenta el trabajo del grupo técnico sobre el DSA, dependiente del Comité Económico y Financiero, que analiza una posible mejora de la metodología del DSA., proponiendo cambios en el multiplicador fiscal y en las proyecciones estocásticas.

Proyecciones de deuda según el escenario base del DSA y el escenario MTP, sin y con corrección



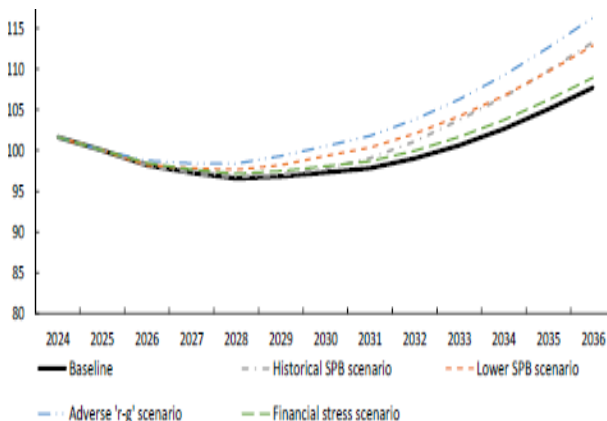
Fuente: Comisión Europea

La visión de España en el DSM

A corto plazo, los riesgos para la sostenibilidad fiscal se consideran contenidos. Las necesidades brutas de financiación del gobierno se situarán en torno al 15% del PIB en el periodo 2026-2027. Además, la percepción de los mercados financieros sobre el riesgo soberano es favorable, manteniéndose el país con grado de inversión. Las principales agencias de calificación (Fitch, Standard & Poor's, Moody's y Scope) han mejorado recientemente su valoración, reflejando el buen comportamiento económico y la confianza de los inversores en la estabilidad financiera.

En cambio, los riesgos a medio plazo se califican como elevados. Según el escenario base del análisis de sostenibilidad de la deuda (DSA), la deuda disminuiría ligeramente hasta 2028, pero posteriormente volvería a aumentar, alcanzando alrededor del 108% del PIB en 2036. Esta proyección se basa en el supuesto de un déficit primario estructural del 0,3% del PIB a partir de 2026 —coherente con la hipótesis de políticas fiscales sin cambios desde 2027— y en un aumento progresivo del gasto asociado al envejecimiento.

Proyecciones deterministas de la deuda (% PIB)



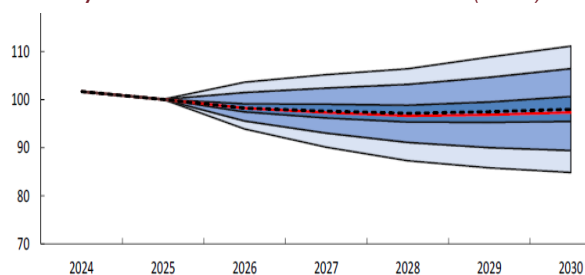
Fuente: Comisión Europea

Aunque la dinámica de la deuda se ve temporalmente favorecida por un efecto "snowball" todavía positivo hasta 2032, este apoyo se irá debilitando. Al mismo tiempo, las necesidades brutas de financiación seguirán siendo elevadas y podrían acercarse al 20% del PIB en 2036.

Los ejercicios de estrés deterministas muestran vulnerabilidades adicionales. Bajo distintos escenarios la ratio de deuda en 2036 sería significativamente superior al escenario base, con desviaciones que oscilan entre 1 y 9 puntos porcentuales.

Las proyecciones estocásticas refuerzan la evaluación de riesgo elevado, al mostrar una probabilidad significativa de que la deuda aumente en los próximos años. En concreto, existe un 42% de probabilidad de que la ratio de deuda en 2030 sea superior a la de 2025. Además, la elevada dispersión de los resultados —con una diferencia de unos 26 puntos porcentuales entre los percentiles 10 y 90 dentro de cinco años— refleja un alto grado de incertidumbre en torno a la trayectoria prevista de la deuda.

Proyecciones estocásticas de la deuda (%PIB)

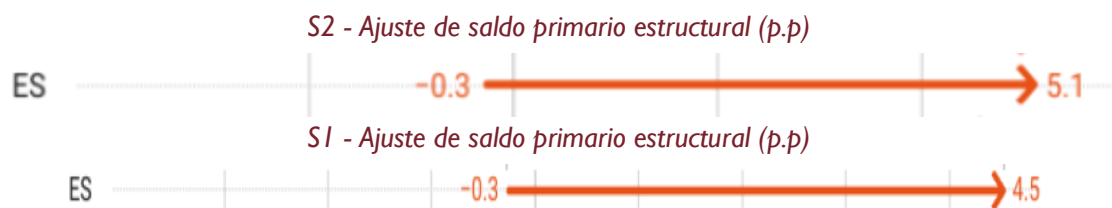


Fuente: Comisión Europea

A largo plazo, los riesgos para la sostenibilidad fiscal se consideran de nivel medio. El riesgo medio se explica principalmente por el aumento proyectado del gasto asociado al envejecimiento de la población y por una posición inicial desfavorable en términos de déficit y deuda.

El indicador **S2** señala que España necesitaría mejorar su saldo primario estructural en **5,3 puntos porcentuales en 2027 para garantizar la estabilización de la deuda a largo plazo**. La mayor parte de este ajuste (3,9 puntos) se debe al incremento previsto del gasto en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración, mientras que los 1,4 puntos restantes responden a la situación presupuestaria inicial.

Por su parte, el indicador **S1** muestra que sería necesario un **esfuerzo fiscal de 4,8 puntos porcentuales para reducir la deuda al 60% del PIB en 2070**. También en este caso, el principal factor es el aumento del gasto por envejecimiento, al que se suman el elevado nivel inicial de déficit y el exceso de deuda sobre el umbral del 60%.



Además, deben considerarse otros factores de riesgo.

- Entre los elementos que aumentan la vulnerabilidad destaca el ligero incremento de la proporción de deuda en manos de no residentes.
- En contraste, existen factores mitigadores, como el alargamiento progresivo de los vencimientos de la deuda —en línea con la media de la UE—, una base inversora amplia y diversificada que aporta estabilidad a la financiación, y el hecho de que la mayor parte de la deuda esté denominada en euros.
- Por último, el análisis de escenarios climáticos muestra que las trayectorias de deuda a largo plazo varían según el grado de ambición y coordinación de las políticas de mitigación, reflejando distintos impactos macroeconómicos en escenarios ordenados, retrasados o fragmentados:
 - Bajo el escenario de *Current Policies*, la deuda pública sería aproximadamente 4,5 puntos porcentuales del PIB superior en 2050 respecto al escenario base.
 - En el escenario *Below 2°C*, que supone una transición temprana y coordinada, el incremento sería significativamente menor, en torno a 1,8 puntos porcentuales del PIB. Este resultado refleja los beneficios macroeconómicos de una acción climática ordenada y anticipada.
 - En el escenario de *Delayed Transition*, caracterizado por una respuesta tardía y ajustes más bruscos, la deuda se situaría alrededor de 4 puntos porcentuales por encima del escenario base.
 - Finalmente, en el escenario de *Fragmented Action*, España se encuentra entre los países con mayores desviaciones adversas, con un aumento aproximado de 6 puntos porcentuales del PIB en 2050. Este es el escenario más desfavorable, al combinar elevados riesgos físicos con una transición descoordinada e ineficiente.