

El impacto de las condiciones financieras sobre la carga de la deuda pública española

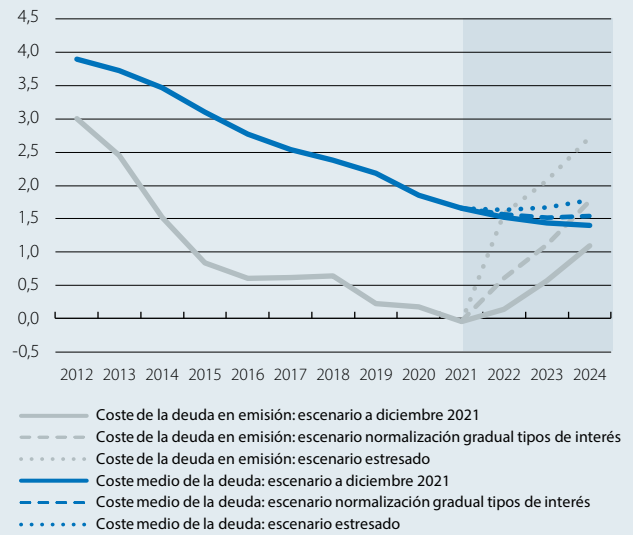
Uno de los temas candentes de la actualidad económica es el impacto de un endurecimiento de las condiciones financieras sobre el coste de la deuda pública española. Desde principios de año hemos observado un repunte de los tipos de interés soberanos de la eurozona y en las primas de riesgo periféricas, incluida la española. Así, cabe preguntarse cuál será la sensibilidad del coste de financiación de las Administraciones públicas a un entorno macrofinanciero cambiante y muy incierto.

El coste medio de la deuda se mantendrá contenido

Hemos analizado la sensibilidad que históricamente ha presentado el coste de la deuda pública española a los cambios de las condiciones financieras y hemos realizado un ejercicio para valorar cómo puede evolucionar los próximos años. En particular, analizamos tres escenarios. El primero se fundamenta en las previsiones de tipos de interés que se contemplaban a finales de 2021, antes de que el BCE cambiara la comunicación sobre su política monetaria futura y de que estallara el conflicto militar en Ucrania. Este escenario se caracterizaba por unos tipos de interés que se mantienen en niveles muy bajos a lo largo del horizonte de previsión, ya que se esperaba que el BCE no empezaría a subir el tipo de referencia hasta finales de 2023. El segundo escenario contempla una normalización gradual y paulatina de las condiciones financieras en los próximos años. Es un escenario que se produciría, por ejemplo, si el impacto económico del conflicto en Ucrania fuera limitado y en el que la preocupación por la inflación pasara a ser el principal foco de atención durante la segunda mitad del año. Como referencia, ello sería compatible con el hecho de que el BCE empezara a aumentar los tipos de interés a finales de 2022 y en 2023 realizara dos movimientos adicionales al alza. El tercer escenario valora el impacto que podría tener un tensionamiento de las condiciones financieras, que se podría producir si el BCE tuviera que llevar a cabo un aumento más rápido de los tipos de interés porque la inflación se mantiene en cotas elevadas durante más tiempo de lo previsto y la prima de riesgo aumentara de manera sustancial.¹ En el primer gráfico podemos ver la evolución del coste de la deuda en emisión y el coste medio de la deuda en los tres escenarios.²

1. En concreto, sería un aumento adicional de 100 p. b. a lo largo de la curva.
2. Los supuestos más importantes que hemos hecho son: (i) cada año el Tesoro emite deuda para financiar el nuevo déficit (estimado con previsiones propias) y refinanciar los vencimientos, (ii) la estructura de vencimientos con la que emite la nueva deuda replica la estructura temporal actual y (iii) hemos tenido en cuenta la refinanciación de letras que hay que hacer cada año.

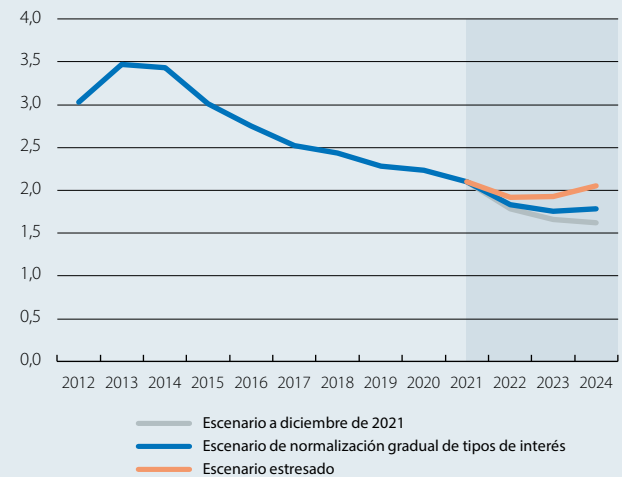
España: coste de la deuda del Estado según las condiciones financieras (% de la deuda pública)



Notas: Cada año, el Tesoro emite deuda para financiar el nuevo déficit (estimado con previsiones propias) y todo lo que vence. La estructura de vencimientos con la que emite la nueva deuda replica la estructura temporal actual. Hemos tenido en cuenta la refinanciación de letras que hay que hacer cada año.

Fuente: CaixaBank Research.

España: factura de intereses de la deuda pública (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research.

En el escenario de normalización gradual de las condiciones financieras, el coste de la nueva deuda emitida aumentaría de forma marcada, por encima del 1,7% a finales de 2024. Como referencia, en este escenario se asume que el coste de la deuda a 10 años sube hasta el 2,55% a finales de 2024, mientras que a finales de diciembre se esperaba que se situara alrededor del 1,55%. En el tercer escenario

el coste de la nueva deuda emitida aumentaría de forma aún más acentuada, por encima del 3,5% en 2024.

Ello contrasta con la evolución del coste de la deuda en circulación, que en todos los escenarios se mantiene en cotas moderadas. La diferencia entre la evolución del coste de la deuda en circulación y en emisión se explica en buena parte porque el mayor coste de emisión se ve compensado por el vencimiento de deuda que fue emitida hace años a tipos superiores. Otro factor que hay que tener en cuenta es el aumento de los vencimientos de la deuda de los últimos años. En 2021, la vida media de la deuda pública española se situó por encima de los ocho años por primera vez, un registro que se debería estabilizar o que incluso podría aumentar levemente en 2022. El Tesoro ha aprovechado las favorables condiciones de financiación que prevalecen desde 2014 gracias a las políticas monetarias no convencionales del BCE para emitir en los tramos más largos de la curva a tipos muy bajos.

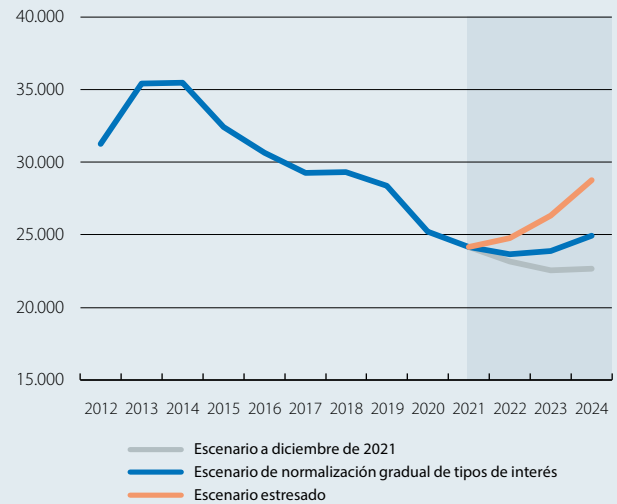
La factura de intereses en porcentaje del PIB: aumento *ma non troppo*

De igual forma, es interesante analizar la posible evolución de la carga de intereses de la deuda pública con respecto al PIB en los distintos escenarios. Concluimos que, con una probabilidad elevada, la carga de la deuda se mantendría en cotas bajas o moderadas. Concretamente, en el escenario de normalización gradual de las condiciones financieras, la carga financiera de la deuda pública en porcentaje del PIB continuaría bajando hasta 2023 y se estabilizaría en 2024 por debajo del 2,0%. En el escenario estresado, la factura de intereses en porcentaje del PIB aumentaría de forma moderada y se situaría en torno al 2,0% en 2024, un nivel muy similar al de 2021 y por debajo claramente del 3,0% de 2012, cuando la deuda pública en porcentaje del PIB era mucho menor, aunque con una tendencia que dibujaría una pendiente elevada si se mantuviera en los años posteriores.

En definitiva, a corto plazo, hay factores importantes que atenuarán la subida de los costes de financiación de la deuda pública. Sin embargo, la tendencia es a un mayor coste de la deuda y, aunque no parece que en los próximos años ello lleve a un aumento sustancial de la carga financiera del sector público, será esencial diseñar una estrategia de consolidación fiscal gradual pero sostenida en el tiempo.

Javier Garcia-Arenas y Ricard Murillo Gili

España: intereses de la deuda pública
(Millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research.