

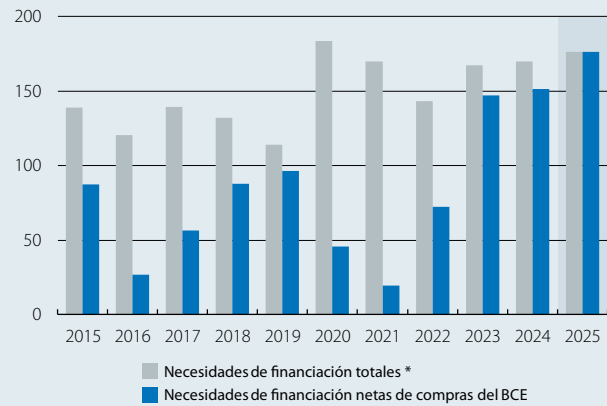
# Estrategia del Tesoro 2025 en un contexto de reducción del déficit público español

## Contexto: ajuste en las cuentas públicas con las nuevas reglas fiscales

En 2025, preveemos un ajuste del déficit público cercano a medio punto del PIB, situándolo en torno al 2,8% del PIB. Este descenso se debe en buena parte al fin de los descuentos fiscales y ayudas directas, que en 2024 representaron 5.500 millones de euros (0,4% del PIB). Este escenario fiscal ya tiene en cuenta un aumento excepcional del gasto de varias décimas por las medidas de apoyo por la DANA, en buena parte compensado por las nuevas medidas de ingresos aprobadas en diciembre (tipo mínimo del 15% en sociedades para multinacionales, aumento del tipo marginal máximo IRPF para rentas del capital, impuesto a vapeadores...). Con todo, si se acabaran aprobando los Presupuestos para este año y estos incorporaran medidas adicionales de gasto, el déficit podría ser algo superior.

Un déficit inferior al 3,0% es un dato muy por debajo del que se espera en países como Francia (entre el 5% y el 6% del PIB) o Italia (déficit en torno al 3,5%) y además es plenamente consistente con las reglas fiscales que comienzan a aplicarse este año. En concreto, España se ha comprometido en el Plan Fiscal y Estructural 2025-2031, aprobado recientemente por el Consejo Europeo, a un ajuste del saldo estructural primario de 4 décimas en 2025.<sup>1</sup> Como el gasto en intereses se prevé estable en porcentaje del PIB este 2025, el ajuste del déficit provendrá básicamente de una reducción del déficit estructural primario con la retirada de las ayudas (por regla general, la Comisión Europea tiene una definición muy restrictiva de lo que considera una

## España: necesidades de financiación del Tesoro (Miles de millones de euros)



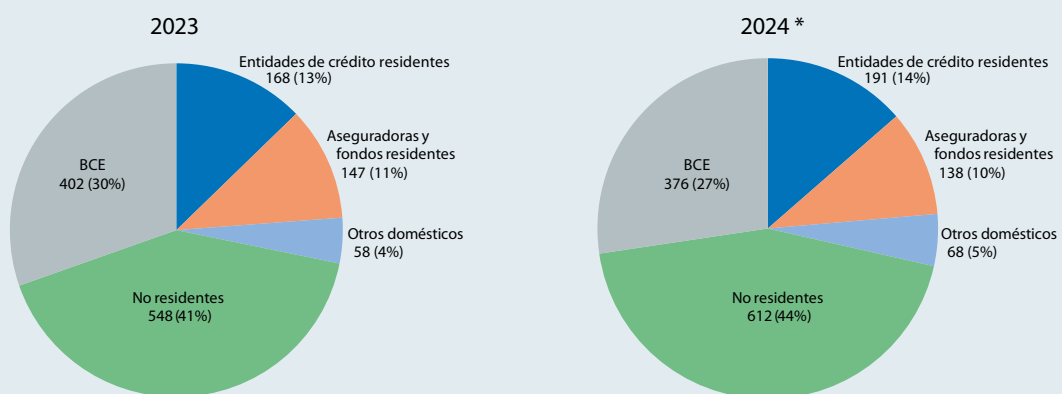
**Nota:** \* Las cifras de amortizaciones no incluyen las letras.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

medida *one-off*, de forma que las medidas para luchar contra la inflación entran dentro del perímetro del saldo estructural).

Así, la buena situación cíclica de la economía permitirá un robusto crecimiento de los ingresos públicos en torno al 6% interanual, mientras que el aumento del gasto público será menor, teniendo en cuenta que el plan estructural fija que el crecimiento del gasto primario computable neto<sup>2</sup> de España en 2025 (que no incluye las medidas DANA) se sitúe algo por debajo del 4%.<sup>3</sup>

## España: tenencias de deuda del Estado (letras, bonos y obligaciones)

Miles de millones de euros y estructura (%)



**Nota:** \* Datos de noviembre de 2024.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

1. El plan propone un ajuste fiscal acumulado en 2024-2031 en el saldo estructural primario de 2,9 puntos de PIB (0,42 puntos en promedio al año). De esta forma y teniendo en cuenta que el gasto en intereses se mantendrá estable por debajo del 3% de PIB, el déficit público bajaría del 3,0% del PIB en 2024 al 0,8% en 2031 y el saldo primario del -0,4% del PIB en 2024 al +2,0% en 2031.
2. El gasto computable incluye el gasto público neto de los gastos en concepto de intereses, medidas discrecionales relativas a los ingresos, los gastos en programas de la UE compensados íntegramente con los ingresos procedentes de los fondos de la Unión, el gasto nacional en cofinanciación de programas financiados por la Unión, los elementos cíclicos del gasto en prestaciones de desempleo y las medidas puntuales y otras medidas de carácter temporal.
3. El crecimiento del gasto primario neto sería en promedio del 3% entre 2025 y 2031.

A pesar de la disminución prevista del déficit, las necesidades de financiación del Tesoro siguen siendo elevadas. En 2025, el Tesoro prevé una emisión neta de 60.000 millones de euros, cubierta principalmente mediante instrumentos de medio y largo plazo. Se trata de una cifra elevada, superior en 5.000 millones a la de 2024, por las necesidades de financiación derivadas de las medidas de apoyo a los afectados por la DANA (recordemos que el Gobierno central ha aprobado medidas por más de 16.000 millones, con un impacto sobre el déficit de 5 décimas de PIB), aunque inferior en 5.000 millones a la de 2023. La emisión bruta de deuda a medio y largo plazo será de 176.514 millones de euros.

### La estrategia del Tesoro, tras la culminación del repliegue del BCE

El BCE culmina este año su repliegue y dejará de reinvertir, lo que supone un cambio de escenario para la colocación de la deuda a emitir.<sup>4</sup> Sin embargo, el contexto de mayores tipos de interés en relación con el periodo 2016-2022 y el anclaje de las expectativas deberían aumentar el atractivo de la deuda pública para los inversores, ya sean domésticos o no residentes. En 2024, los inversores extranjeros aumentaron sus tenencias de deuda española en 64.300 millones de euros, muy por encima del promedio histórico 2003-2021 (16.400 millones de aumento promedio anual). De esta manera, su peso sobre el total de tenencias de nuestra deuda (incluidas las letras, las cuales suponen apenas el 5% de la cartera de deuda) ha subido al 44,2%, frente al 40,3% de finales de 2022.

Por otra parte, los inversores minoristas españoles han liderado el interés doméstico en las letras del Tesoro, pasando a ser su principal tenedor, con un incremento histórico de 24.125 millones de euros desde finales de 2022, aunque se ha estabilizado al calor de las primeras bajadas de tipos (-1.370 millones entre junio y noviembre). Así, los inversores domésticos en su conjunto concentran el 28,6% de toda la deuda en circulación (26,3% a finales de 2022).

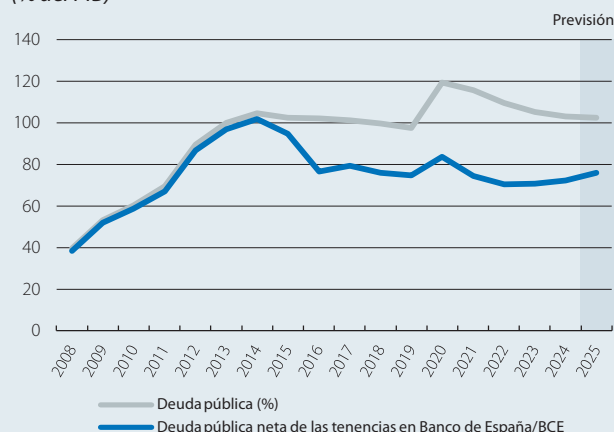
Mirando el *stock* total, estimamos que la deuda pública en manos del BCE representará en 2025 un 25,7% del total de la deuda (un 26,3% del PIB), dejando el sobrante 73,7% (el 75,9% del PIB) en manos del resto de inversores. Entre los años 2012 y 2015, el volumen de deuda sobre el total en manos de actores que no eran el banco central superó con creces esta cifra (con un pico del 101,6% del PIB en 2014).

En 2024, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro español se redujo a 3,16%, 28 p. b. menos que en 2023 y 80 p. b. por debajo del pico de octubre de 2023. Esta reducción está alineada con la bajada acumulada de tipos del BCE, que siguen siendo superiores al coste medio de la cartera, lo que hará que el coste medio siga subiendo temporalmente. La vida media de la cartera se ha mantenido estable cerca de los ocho años, ya que el Tesoro ha aprovechado los años de tipos bajos para emitir en los tramos más largos de la curva. Esta estabilidad ha mitigado el impacto de la subida de los tipos de interés, con el coste medio de la deuda, aumentando solo 57 p. b. desde 2021 a pesar de la importante subida de los tipos de interés.

4. En 2024, el BCE ya cesó sus compras netas de deuda soberana española y se limitó a reinvertir amortizaciones del PEPP (programa de expansión cuantitativa extraordinario por la pandemia) por valor de 18.600 millones (un 1,2% del PIB). En 2025, el BCE dejará de reinvertir amortizaciones del PEPP.

### España: deuda pública

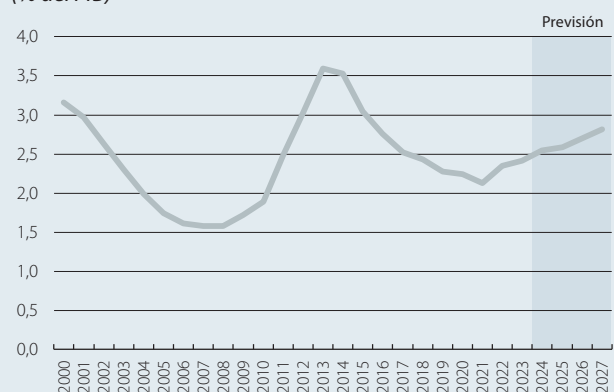
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y del BCE.

### España: pago de intereses de la deuda pública

(% del PIB)



Nota: Como el vencimiento medio es de 8 años, la predicción se realiza a partir del tipo de mercado implícito a 8 años.

Fuente: CaixaBank Research.

En 2025 se prevé que el coste medio del conjunto de la deuda pública repunte de forma muy moderada, dado que una parte importante de la deuda que se irá amortizando se emitió hace siete u ocho años a tipos más bajos que los de emisión actuales. En concreto, el pago de intereses para la deuda del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.), teniendo en cuenta el repunte de los tipos soberanos por diversos conductos como la influencia del repunte de soberanos en EE. UU., expectativas de mayor crecimiento y mayor incertidumbre alrededor de donde estarán los tipos a medio-largo plazo... se podría situar en 2025 en el 2,5%-2,6% del PIB, un nivel similar al del 2023-2024 y en línea con lo esperado por AIReF, pero inferior al de hace una década (en 2014, por ejemplo, alcanzaba el 3,5%).

A medio plazo, en 2027, la factura de intereses del conjunto de las AA. PP. podría situarse alrededor del 2,8% del PIB. Será clave implementar una estrategia de consolidación fiscal gradual y sostenida, ajustada a las nuevas reglas fiscales de la UE.

Javier Garcia-Arenas