Estratègia del Tresor 2025 en un context de reducció del dèficit públic espanyol

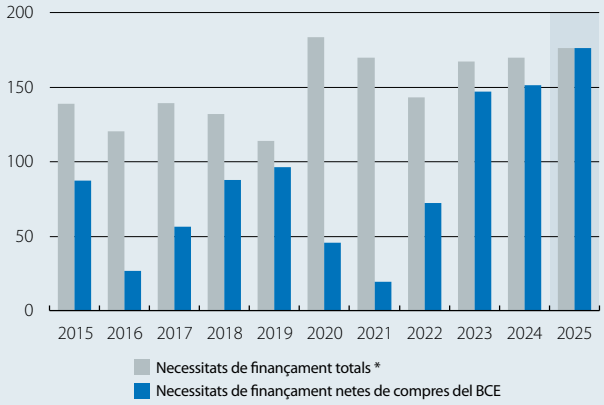
Context: ajust en els comptes públics amb les noves regles fiscals

El 2025, preveiem un ajust del dèficit públic pròxim a mig punt del PIB, de manera que quedaria situat al voltant del 2,8% del PIB. Aquest descens és degut, en bona part, al final dels descomptes fiscals i de les ajudes directes, que, el 2024, van representar 5.500 milions d'euros (el 0,4% del PIB). Aquest escenari fiscal ja té en compte un augment excepcional de la despesa de diverses dècimes per les mesures de suport per la DANA, compensat, en bona part, per les noves mesures d'ingressos aprovades al desembre (tipus mínim del 15% en societats per a multinacionals, augment del tipus marginal màxim de l'IRPF per a les rendes del capital, impost a vaporejadors...). Així i tot, si s'acabessin aprovant els Pressupostos per a enguany i incorporessin mesures addicionals de despesa, el dèficit podria ser una mica superior.

Un dèficit inferior al 3,0% és una dada molt per sota de la que s'espera en països com França (entre el 5% i el 6% del PIB) o Itàlia (dèficit al voltant del 3,5%) i, a més a més, és plenament coherent amb les regles fiscals que es comencen a aplicar enguany. En concret, Espanya s'ha compromès en el Pla Fiscal i Estructural 2025-2031, aprovat recentment pel Consell Europeu, a un ajust del saldo estructural primari de 4 dècimes el 2025.[1] Com que es preveu que la despesa en interessos sigui estable en percentatge del PIB el 2025, l'ajust del dèficit provindrà bàsicament d'una reducció del dèficit estructural primari amb la retirada de les ajudes (per regla general, la Comissió Europea té una definició molt restrictiva del que considera una mesura *one-off*, de manera que les mesures per lluitar contra la inflació entren dins el perímetre del saldo estructural).

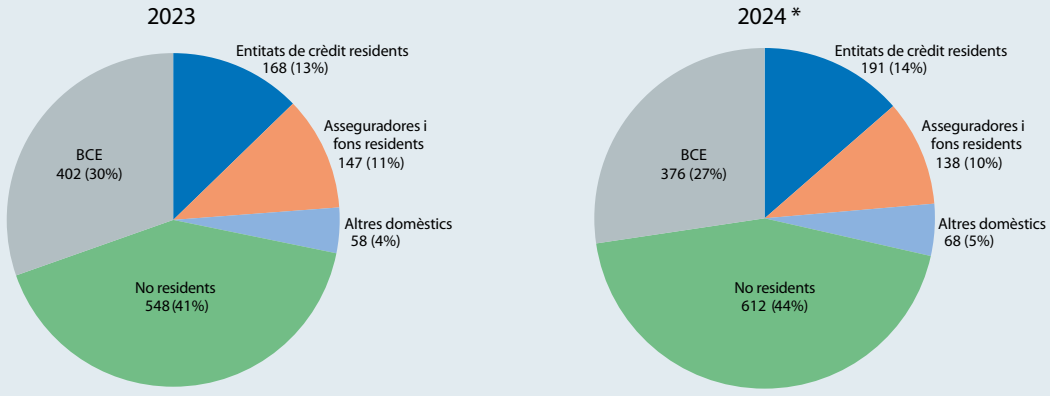
Així, la bona situació cíclica de l'economia permetrà un creixement robust dels ingressos públics, al voltant del 6% interanual, mentre que l'augment de la despesa pública serà menor, tenint en compte que el pla estructural fixa que el creixement de la despesa primària computable neta[2] d'Espanya el 2025 (que no inclou les mesures DANA) se situarà una mica per sota del 4%.[3]

Espanya: necessitats de finançament del Tresor
(Milers de milions d'euros)



Nota: ** Les xifres d'amortitzacions no inclouen les lletres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.*

Espanya: tinences de deute de l'Estat (lletres, bons i obligacions)
Milers de milions d'euros i estructura (%)



Nota: ** Dades de novembre del 2024.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Secretaria General del Tresor.*

1. El pla proposa un ajust fiscal acumulat el 2024-2031 en el saldo estructural primari de 2,9 punts de PIB (0,42 punts de mitjana a l'any). D'aquesta manera, i tenint en compte que la despesa en interessos es mantindrà estable per sota del 3% de PIB, el dèficit públic baixaria del 3,0% del PIB del 2024 al 0,8% el 2031, i el saldo primari del –0,4% del PIB del 2024, al +2,0% el 2031.
2. La despesa computable inclou la despesa pública neta de les despeses en concepte d'interessos, les mesures discrecionals relatives als ingressos, les despeses en programes de la UE compensats íntegrament amb els ingressos procedents dels fons de la Unió, la despesa nacional en cofinançament de programes finançats per la Unió, els elements cíclics de la despesa en prestacions d'atur i les mesures puntuals i altres mesures de caràcter temporal.
3. El creixement de la despesa primària neta seria, de mitjana, del 3% entre el 2025 i el 2031.

Malgrat la disminució prevista del dèficit, les necessitats de finançament del Tresor continuen sent elevades. El 2025, el Tresor preveu una emissió neta de 60.000 milions d'euros, coberta, principalment, mitjançant instruments a mitjà i a llarg termini. Es tracta d'una xifra elevada, superior en 5.000 milions a la del 2024, per les necessitats de finançament derivades de les mesures de suport als afectats per la DANA (recordem que el Govern central ha aprovat mesures per més de 16.000 milions, amb un impacte sobre el dèficit de 5 dècimes de PIB), tot i que inferior en 5.000 milions a la del 2023. L'emissió bruta de deute a mitjà i a llarg termini serà de 176.514 milions d'euros.

L'estratègia del Tresor, després de la culminació del replegament del BCE

El BCE culmina enguany el seu replegament i deixarà de reinvertir, la qual cosa representa un canvi d'escenari per a la col·locació del deute a emetre.[4] No obstant això, el context de tipus d'interès més alts en relació amb el període 2016-2022 i l'ancoratge de les expectatives haurien d'augmentar l'atractiu del deute públic per als inversors, ja siguin domèstics o no residents. El 2024, els inversors estrangers van augmentar les tinences de deute espanyol en 64.300 milions d'euros, molt per damunt de la mitjana històrica del 2003-2021 (16.400 milions d'augment mitjà anual). D'aquesta manera, el seu pes sobre el total de tinences del nostre deute (incloses les lletres, les quals representen amb prou feines el 5% de la cartera de deute) ha pujat fins al 44,2%, en relació amb el 40,3% del final del 2022.

D'altra banda, els inversors minoristes espanyols han liderat l'interès domèstic en les lletres del Tresor i han passat a ser-ne el principal tenidor, amb un increment històric de 24.125 milions d'euros des del final del 2022, tot i que s'ha estabilitzat arran de les primeres baixades de tipus (–1.370 milions entre el juny i novembre). Així, en conjunt, els inversors domèstics concentren el 28,6% de tot el deute en circulació (el 26,3% al final del 2022).

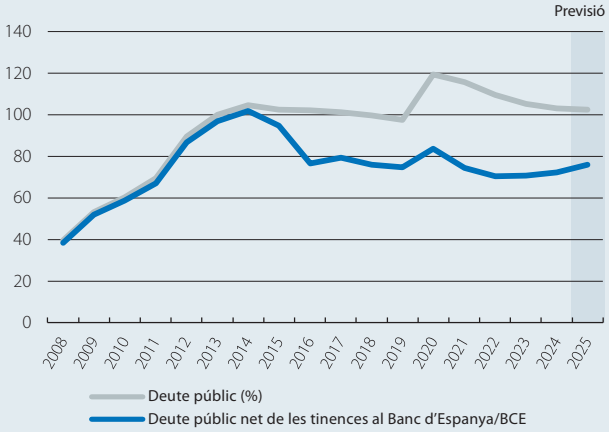
Mirant l'estoc total, estimem que, el 2025, el deute públic en mans del BCE representarà el 25,7% del total del deute (el 26,3% del PIB), i el 73,7% restant (el 75,9% del PIB) quedarà en mans de la resta d'inversors. Entre els anys 2012 i 2015, el volum de deute sobre el total en mans d'actors que no eren el banc central va superar amb escreix aquesta xifra (amb un pic del 101,6% del PIB el 2014).

El 2024, el cost mitjà de les noves emissions del Tresor espanyol es va reduir al 3,16%, 28 p. b. menys que el 2023 i 80 p. b. per sota del pic de l'octubre del 2023. Aquesta reducció s'alinea amb la baixada acumulada de tipus del BCE, que continuen sent superiors al cost mitjà de la cartera, la qual cosa farà que el cost mitjà continuï pujant temporalment. La vida mitjana de la cartera s'ha mantingut estable prop dels vuit anys, ja que el Tresor ha aprofitat els anys de tipus baixos per emetre en els trams més llargs de la corba. Aquesta estabilitat ha mitigat l'impacte de la pujada dels tipus d'interès, amb el cost mitjà del deute, que ha augmentat només 57 p. b. des del 2021 malgrat la important pujada dels tipus d'interès.

4. El 2024, el BCE ja va aturar les compres netes de deute sobirà espanyol i es va limitar a reinvertir les amortitzacions del PEPP (programa d'expansió quantitativa extraordinari per la pandèmia) per valor de 18.600 milions (l'1,2% del PIB). El 2025, el BCE deixarà de reinvertir les amortitzacions del PEPP.

Espanya: deute públic

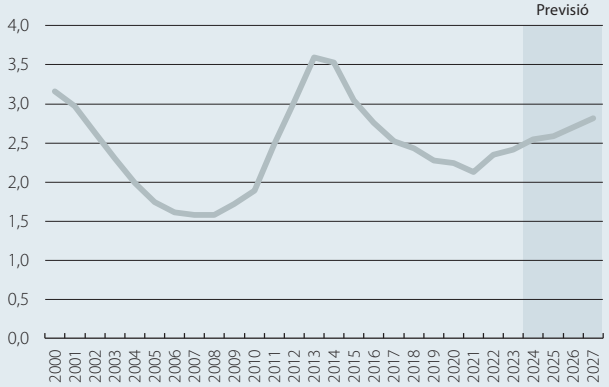
(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del BCE.*

Espanya: pagament d'interessos del deute públic

(% del PIB)



Nota: *Com el venciment mitjà és de 8 anys, la predicció es realitza a partir del tipus de mercat implícit a 8 anys.*
Font: *CaixaBank Research.*

El 2025, es preveu que el cost mitjà del conjunt del deute públic repuntarà de forma molt moderada, atès que una part important del deute que s'anirà amortitzant es va emetre fa set o vuit anys a tipus més baixos que els d'emissió actuals. En concret, el pagament d'interessos per al deute del conjunt de les Administracions públiques (AP), tenint en compte el repunt dels tipus sobirans per diversos conductes, com la influència del repunt dels sobirans als EUA, les expectatives de major creixement i de més incertesa sobre on se situaran els tipus a mitjà i a llarg termini..., es podria situar el 2025 en el 2,5%-2,6% del PIB, un nivell similar al del 2023-2024 i en línia amb el que espera l'AIReF, però inferior al d'una dècada enrere (el 2014, per exemple, va assolir el 3,5%).

A mitjà termini, el 2027, la factura d'interessos del conjunt de les AP es podria situar al voltant del 2,8% del PIB. Serà clau implementar una estratègia de consolidació fiscal gradual i sostinguda, ajustada a les noves regles fiscals de la UE.

Javier Garcia-Arenas