

Pese a la incertidumbre del escenario, prosigue el buen tono macro y fiscal en la economía española

Perspectivas Macro para España y las Finanzas
de sus Gobiernos Regionales

1T2025 RESUMEN EJECUTIVO



Pese a la incertidumbre del escenario, prosigue el buen tono macro y fiscal en la economía española

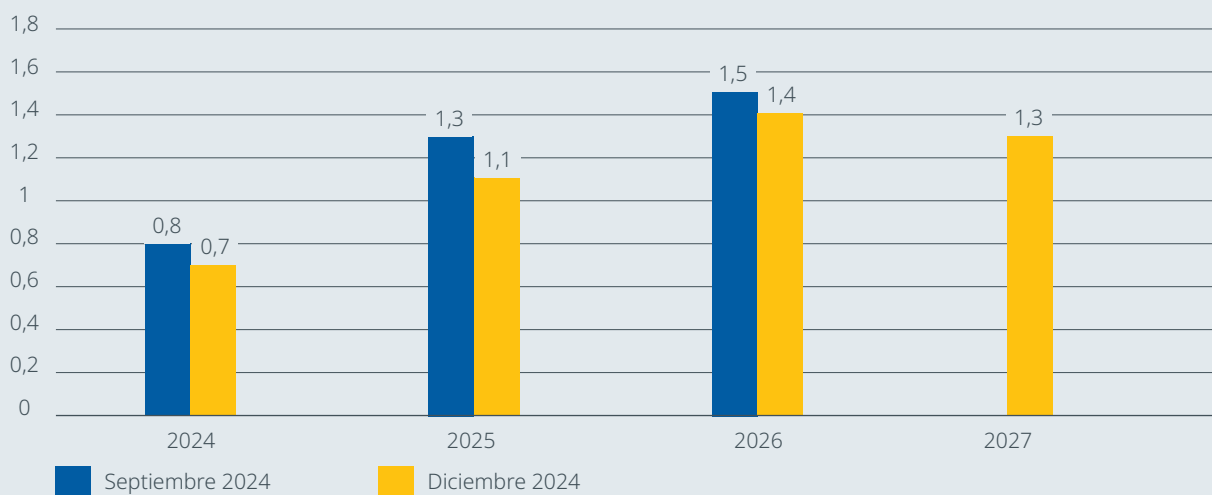
Resumen Ejecutivo

Contexto internacional

En los últimos meses no se han observado cambios significativos en el patrón de comportamiento de la actividad económica global. A pesar del tono restrictivo de la política monetaria en la mayoría de las principales economías avanzadas y de la persistencia de elevados niveles de incertidumbre, i) el ritmo de avance de la actividad económica mundial sigue siendo relativamente moderado, ii) los servicios se mantienen como el principal motor del crecimiento y iii) la Unión Económica y Monetaria (UEM) continúa mostrando algunos signos de debilidad, especialmente en comparación con Estados Unidos —donde la actividad mantiene un considerable vigor— y China —donde el dinamismo reciente de la actividad se ha visto favorecido, en parte, por el despliegue de diversas medidas de estímulo—.

De cara a los próximos trimestres, nuestras previsiones no anticipan cambios sustanciales en el ritmo de expansión de la actividad económica global. En este sentido, el ejercicio de proyecciones de diciembre del Eurosistema incorpora una ligera revisión a la baja en el ritmo de expansión del PIB de la UEM con respecto a las proyecciones de septiembre, de 0,1 puntos porcentuales (pp) en 2024 —hasta el 0,7%—, de 0,2 pp en 2025 —hasta el 1,1%— y de 0,1 pp en 2026 —hasta el 1,4%—, como puede verse en la Figura 1.

FIGURA 1 Crecimiento esperado del PIB en la Eurozona 2024-2027 (% i.a)



Fuente: Banco de España

La eurozona está mostrando resiliencia, aunque se mantienen las divergencias entre países, sectores y componentes de la demanda. El PIB se aceleró en el tercer trimestre, con un crecimiento del 0,4 % trimestral, gracias a la mejora observada en la economía española y, en menor medida, en la francesa, y a pesar de la debilidad que muestran la italiana y la alemana.

Sin embargo, **en el cuarto trimestre de 2024 la actividad económica en la eurozona se desaceleró significativamente**, hasta mostrar un crecimiento plano del 0% intertrimestral, **con otra vez un crecimiento económico destacado en España del 0,8%**, en línea con los dos últimos trimestres, mientras que tanto Alemania (-0,2%) y Francia (-0,1%) mostraron crecimientos negativos e Italia un crecimiento nulo.

Por sectores, se mantiene la divergencia entre la situación que sufre la industria, donde los indicadores no terminan de mostrar una mejora clara, y los servicios, donde el entorno de recuperación persiste. El crecimiento sigue basándose en una contribución positiva de la demanda externa, aunque comienzan a apreciarse señales de la mejora en el consumo interno. Esto último ha sido gracias a un mercado laboral europeo que sigue mostrando fortaleza, con una tasa de paro que se mantiene alrededor de los mínimos alcanzados durante el ciclo debido, en parte, a que el ajuste se ha centrado en la reducción de las vacantes sin cubrir en lugar de en el empleo.

Con la inflación subyacente en rango, 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 neutrales, **aunque con una marcada divergencia en el ritmo de reducción de los tipos de interés entre la Fed y el BCE**, ateniéndose a las acciones y mensajes de las últimas reuniones de ambos bancos centrales celebradas en enero.

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 2,75%, 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 3,5% respectivamente.

No obstante, este escenario central está rodeado de una incertidumbre excepcionalmente elevada, asociada, de modo fundamental, a las tensiones geopolíticas en curso y, más recientemente, a las posibles políticas que la nueva Administración en Estados Unidos podría desplegar en los próximos meses.

De acuerdo con los anuncios realizados durante la campaña electoral, la Administración Trump podría plantear, entre otras iniciativas, la introducción de aranceles significativos a sus importaciones, un endurecimiento de su política migratoria, recortes impositivos y políticas de desregulación en determinados ámbitos —por ejemplo, en materia energética—.

La magnitud de estos impactos adversos dependería, entre otros factores, de las potenciales represalias comerciales que adopten los países afectados, de los posibles efectos de desviación de comercio y del eventual deterioro que se produzca en la confianza de los agentes. Tal efecto también sería visible en la UEM y en España, si bien la exposición comercial directa de España a Estados Unidos es menor que la que se observa en el promedio del área del euro y, por ejemplo, en Alemania y en Italia.

Un aumento de los aranceles del 10 % a las importaciones de EE. UU. provenientes de la Unión Europea podría restar más de un 1 % al PIB de la eurozona durante los próximos dos años respecto al escenario en ausencia del shock. Esto sólo es un ejemplo y el resultado dependerá tanto del momento en el que se produzca la medida, como del incremento en los aranceles que finalmente se observe, o de los sectores en los que se focalice.

La diferente exposición a la economía americana supondrá que las consecuencias sean heterogéneas por países. Por ejemplo, dado el supuesto del incremento de un 10 % en los aranceles, **el efecto en el PIB español podría rondar los 0,2 pp, en promedio durante 2025 y 0,7 pp en 2026**, menor que en el resto de la eurozona dada la relativamente menor importancia del comercio de bienes con EE.UU. Esto no quiere decir que no haya empresas, sectores o regiones que puedan verse particularmente afectadas por los cambios.

España: siguen los vientos de cola en la economía en 2025

En España, tras el elevado dinamismo de la actividad registrado en el tercer trimestre, los indicadores disponibles apuntan a que el ritmo de expansión del PIB se mantuvo robusto en el último trimestre del año, como han reflejado de hecho las cifras provisionales de crecimiento del último trimestre de 2024, pese al impacto negativo —previsiblemente transitorio— que la DANA que afectó a varias provincias españolas a finales de octubre habría tenido sobre la actividad económica en las últimas semanas.

El avance del PIB en el tercer y cuarto trimestres de 2024 se situó en el 0,8% en términos intertrimestrales, nuevamente por encima de lo esperado. Este crecimiento respondió, principalmente, al elevado vigor que mostraron tanto el consumo privado como el consumo público, mientras que la inversión volvió a sorprender a la baja.

Dentro de la demanda interna, fue el consumo privado el que explicó buena parte del mayor crecimiento. Esta mejor evolución se concentró en el gasto de las familias en servicios y en bienes duraderos, mientras que persiste la debilidad en el consumo de los perecederos y semiduraderos. El estancamiento en estos dos últimos componentes precede la pandemia y coincide con tendencias que también se ven en el resto de países europeos.

Este buen comportamiento de la mayor parte de los componentes de demanda contrasta con la persistencia de la debilidad de la formación bruta de capital fijo. En los dos últimos trimestres destaca la tendencia negativa en la adquisición de material de transporte, y la falta de tracción en la construcción no residencial. Ambos tendrían que ser sectores beneficiados por los fondos relacionados con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) y el cambio de modelo productivo hacia uno más sostenible en términos medioambientales.

En lo relativo al impacto de la catástrofe de la DANA, de acuerdo con los indicadores más recientes y la evidencia relativa a otros episodios históricos similares, **podría haber detraído entre 0,1 pp y 0,2 pp al crecimiento del PIB en el último trimestre de 2024 y entre 0,1 y 0,4 pp en 2025.** En todo caso, en línea con la información disponible, se proyecta que este impacto negativo será eminentemente transitorio y se verá compensado en los primeros meses de 2025 por el impulso fiscal procedente de las diversas medidas de apoyo aprobadas para las familias y empresas afectadas —en tanto en cuanto se lleve a cabo un despliegue ágil y efectivo de dicho apoyo—.

En comparación con nuestras proyecciones de noviembre (Figura 2), **el crecimiento del PIB se revisa al alza tanto en 2024 como en 2025 —hasta el 3,1 % y el 2,5 %, respectivamente—, mientras que se mantiene sin cambios en 2026 —en el 1,9 %—, antes de experimentar una ligera desaceleración en 2027 —hasta el 1,7 %—, un avance de la actividad hacia valores más acordes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española.** La revisión al alza de la tasa de crecimiento del producto en 2024, de tres décimas, se debe al efecto arrastre positivo que

resulta de los nuevos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral publicados por el Instituto Nacional de Estadística a finales de septiembre y a un dinamismo de la actividad en el segundo semestre del año más intenso de lo esperado.

FIGURA 2 Nuevo cuadro macro de la economía española en 2024-2027

	2023	Proyecciones de febrero 2025				2027	Proyecciones de noviembre 2024		
		2024	2025	2026	2024		2025	2026	
PIB	2,7	3,1	2,5	1,9	1,7	2,8	2,2	1,9	
Consumo privado	1,8	2,8	2,9	2,0	1,8	2,2	2,1	1,8	
Consumo público	5,2	4,2	1,9	1,8	1,7	1,8	2,0	1,7	
Formación bruta de capital	-1,6	0,8	3,1	2,2	1,9	1,8	2,1	2,4	
Exportación de bienes y servicios	2,8	3,3	3,0	3,2	2,9	3,5	2,7	3,2	
Importación de bienes y servicios	0,3	2,1	3,8	3,5	3,2	1,4	2,5	3,5	
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	1,7	2,6	2,6	1,9	1,7	2,0	2,0	1,8	
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,0	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,2	0,1	
PIB nominal	9,1	6,3	4,8	3,8	4,0	5,9	4,4	3,7	
Deflactor del PIB	6,2	3,1	2,2	1,8	2,2	3,0	2,2	1,8	
IAPC	3,4	2,9	2,1	1,7	2,4	2,9	2,1	1,8	
IAPC sin energía ni alimentos	4,1	2,9	2,3	1,9	1,8	2,8	2,2	1,9	
Empleo (personas)	3,0	2,1	1,6	1,1	1,0	2,2	1,6	1,1	
Empleo (horas)	2,0	1,2	1,3	1,1	1,0	1,8	1,7	1,1	
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,2	11,5	10,8	10,4	9,9	11,5	11,0	10,7	
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	3,7	4,1	4,2	4,2	3,6	4,5	5,0	5,0	
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,5	-3,4	-2,9	-2,7	-2,7	-3,3	-3,1	-3,2	
Deuda de las AAPP (% del PIB)	105,1	103,1	102,6	102,5	101,8	105,4	105,4	106,3	

Fuente: INE

Por su parte, **la tasa de avance del PIB prevista para 2025 también se revisa al alza en tres décimas como resultado de dos factores:** a) en primer lugar, del efecto arrastre positivo asociado a un vigor de la actividad en los últimos trimestres de 2024 mayor que el anticipado, y b) en segundo lugar, del mayor crecimiento previsto ahora para el PIB durante el primer semestre de 2025, en gran parte debido al mencionado impulso fiscal que habría de resultar de las diversas medidas de apoyo desplegadas en respuesta a la DANA.

Varios factores podrían ayudar a consolidar un aumento del PIB del 2,5 % en 2025 y del 1,9 % en 2026. Entre ellos, una respuesta de la política económica que sea rápida, focalizada y eficiente para revertir el impacto económico negativo de la DANA. Además, se esperan mejoras de competitividad dada la caída en el precio del petróleo y el aumento en la oferta de energía renovable. Las lluvias intensificarán la recuperación en el sector agroalimentario. La demanda interna se apoyará en la caída de la inflación, el aumento de los salarios, el avance del empleo y la reducción de tipos de interés. La economía ha mostrado una mayor capacidad de crecimiento que la esperada gracias a la inmigración, el aumento en la tasa de empleo y en la productividad por hora trabajada.

De acuerdo a nuestras proyecciones, **el crecimiento del PIB en el período 2024-2027 se sustentará en el dinamismo de la demanda interna**. En particular, el consumo privado será la rúbrica con una mayor aportación al avance de la actividad en este período, fruto de la evolución favorable que se proyecta para la renta disponible, el empleo y la confianza de los hogares, así como del incremento poblacional previsto. Con todo, en 2027 el consumo privado se situaría un 10,4% por encima de su nivel prepandemia, una brecha positiva menor que la que se observaría para el PIB —del 13,5%—.

La tasa de desempleo, que se situó en el 12,2% en 2023, **experimentaría un descenso paulatino a lo largo del horizonte de proyección, hasta alcanzar un valor ligeramente por debajo del 10% en 2027**.

La población activa ha aumentado de forma ininterrumpida desde el segundo trimestre de 2021 hasta acumular 1,2 millones de personas más. El incremento se explica por la ocupación, que ha crecido en 2 millones de personas en el mismo periodo. La creación de empleo se ha concentrado en la población de nacionalidad extranjera. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2024, la inmigración explicó tres cuartas partes del aumento de la ocupación. Desde el cuarto trimestre de 2019, el número de personas ocupadas de nacionalidad extranjera ha aumentado un 39%, mientras que el de nacionalidad española apenas lo ha hecho un 9%.

La estimación de crecimiento potencial de la economía española ha aumentado. A la salida de la pandemia, estimábamos que el avance del PIB de 2024 consistente con la no generación de desequilibrios internos y externos se situaría alrededor del 1,2%. Las continuas revisiones al alza de las series históricas realizadas por el INE desde entonces, junto con el comportamiento de las cuentas externas, la inflación, los tipos de interés, el mercado laboral y el de la vivienda apuntan ahora a **un crecimiento alrededor del 1,8%**. Esto está en línea con lo que vienen publicando distintas instituciones.

Las nuevas previsiones de inflación no incorporan cambios significativos con respecto a las publicadas en noviembre y siguen contemplando una senda de moderación gradual de las presiones inflacionistas. En concreto, se proyectan tasas de inflación general del 2,9% en 2024, del 2,1% en 2025 y del 1,7% en 2026. Esta desaceleración reflejaría una moderación gradual de la inflación subyacente —que pasaría de una tasa promedio del 4,1% en 2023 al 2,9% en 2024, el 2,3% en 2025 y el 1,9% en 2026.

Principales riesgos a los que se enfrenta la economía española

Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones para la economía española se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y ligeramente al alza en relación con la inflación.

En el ámbito internacional, **la principal fuente de riesgo emana de un posible giro en las políticas económicas por parte de la nueva Administración estadounidense en los próximos meses**.

Un giro sobre el que no existen suficientes detalles como para realizar una valoración precisa, pero que, como ya se ha mencionado, previsiblemente incidiría a la baja sobre la actividad económica mundial, europea y española.

En un contexto en el que como ya hemos comentado existe una extraordinaria incertidumbre sobre las políticas que podrían desplegarse y sobre la magnitud de sus impactos, parece factible que **los eventuales efectos adversos de estas sean algo menos intensos en la economía española que en otras de las principales economías de la UEM**. Esto sería consecuencia, en principio, de la menor intensidad relativa que presentan los flujos comerciales de España con Estados Unidos.

Así, por ejemplo, las exportaciones de bienes de España a Estados Unidos supusieron, en 2023, un 5% del total de las exportaciones españolas. Este porcentaje se eleva hasta el 8,4% en el caso de la UEM, el 9,7% en Alemania y el 10,7% en Italia—. En el mismo sentido, la balanza comercial de España con Estados Unidos se situó en el -0,02% del PIB en 2023, mientras que fue del +0,2% del PIB en el conjunto del área del euro, del +1,9% en Alemania y del +2,1% en Italia

También continúa siendo relevante la incertidumbre procedente de los conflictos bélicos en Ucrania y Oriente Medio y, además, estarían ganando relevancia los riesgos asociados con la inestabilidad política y la debilidad económica en algunos países europeos, como Francia y Alemania.

Asimismo, debemos incluir dentro los potenciales riesgos **externos la posibilidad de una corrección brusca en el precio de los activos financieros en los mercados internacionales de capital**. En un contexto en el que los mercados financieros han venido mostrando unas dinámicas muy favorables en los últimos meses —con algunos índices bursátiles internacionales cerca de máximos históricos y con primas de riesgo relativamente reducidas—, no pueden descartarse episodios de turbulencias financieras que provoquen una acusada corrección en los precios de los activos financieros y un deterioro de las perspectivas macroeconómicas en el corto y medio plazo.

En el ámbito nacional, cabe destacar **la incertidumbre sobre la velocidad con la que el proceso desinflacionario** discurrirá a lo largo del horizonte de proyección y sobre la senda de recuperación de la inversión empresarial, una rúbrica fundamental para sustentar el crecimiento económico y que ha venido sorprendiendo a la baja de forma persistente en los últimos trimestres.

Por otro lado, **la evolución futura de la inversión empresarial, toda vez que esta ha seguido mostrando un comportamiento más débil de lo esperado en los últimos trimestres**.

Las dudas sobre la capacidad de los servicios turísticos para seguir contribuyendo a la recuperación podrían aumentar en la medida en que los límites a su crecimiento no lleven a mayor inversión. La escasez de vivienda a precio asequible restringe la mejora en la calidad de vida y puede entorpecer el flujo migratorio, lo que resulta preocupante en un contexto de caída de la población activa de nacionalidad española. Por su parte, la inversión, en general, continúa mostrando una débil respuesta a la actividad.

Asimismo, **existe también incertidumbre en relación con el curso futuro de la política fiscal en nuestro país.** En particular, el cumplimiento estricto de los compromisos adquiridos por las autoridades españolas en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo supondría un ajuste presupuestario adicional al incorporado en estas proyecciones, que implicaría un riesgo a la baja para la actividad a lo largo del horizonte de proyección. La magnitud de este riesgo dependerá del diseño de dicha senda de ajuste presupuestario adicional.

La incertidumbre sobre la política económica sigue elevada, a la espera de que se anuncien más medidas para cumplir con la consolidación fiscal para el siguiente año y sin un consenso en cómo abordar los retos de medio plazo.

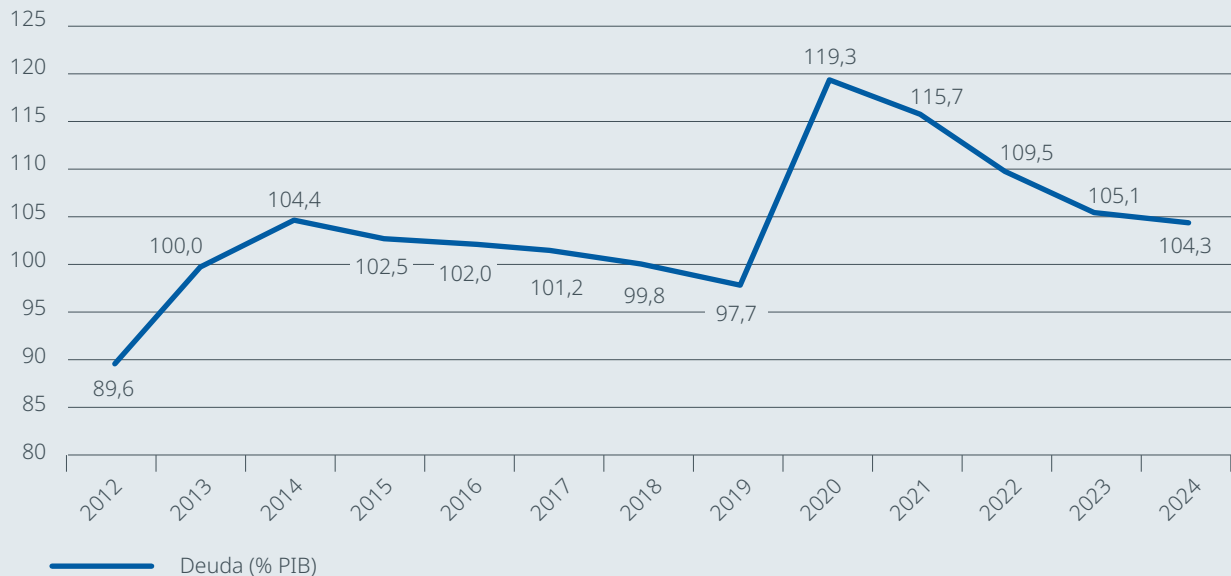
Escenario fiscal y de deuda

Hasta noviembre de 2024, último dato reportado por el Ministerio de Hacienda, **el déficit de las AAPP acumulado se situó en el 1,85% del PIB** (incluyendo un impacto del 0,26% derivado de la DANA) vs el 1,93% del mismo periodo de 2023, lo que redundaría en una mejora de tres décimas si excluimos el impacto de la DANA. Cabe comentar que este último gasto queda excluido a efectos de cómputo de déficit para el cumplimiento del objetivo, situado en el 3% PIB para 2024.

La AIREF estima que el déficit cerró 2024 en el 3,3% del PIB, incluyendo 3 décimas del impacto de la DANA. Excluyendo dicho impacto, la previsión del déficit de 2024 se mantendría en el entorno del 3% del PIB. Por administraciones, la previsión de déficit de la Administración central para 2024 sería del 2,5% del PIB; mientras que el déficit de los Fondos de la Seguridad Social cerraría en un 0,5%, una décima menos que en 2023; por su parte, las Comunidades autónomas alcanzarían un déficit del 0,4% del PIB en 2024 una vez considerado el impacto de la DANA y por último las Corporaciones locales registrarían un superávit del 0,1% del PIB, con un efecto inferior a una décima en ese año.

La ratio de deuda española sobre PIB se situó en el 104,4% en el tercer trimestre de 2024, lo que supone una reducción de siete décimas respecto al cierre de 2023, una reducción de 3 pp de PIB en los últimos 12 meses y un aumento de 6,8 pp respecto al nivel prepandemia. La reciente revisión del PIB ha reducido la ratio de deuda en casi 3 puntos porcentuales, aunque España sigue siendo uno de los países con mayores niveles de deuda de la UEM. 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%.

FIGURA 3 Evolución de la ratio de deuda pública /PIB (%) en 2012-3T2024



Fuente: Banco de España

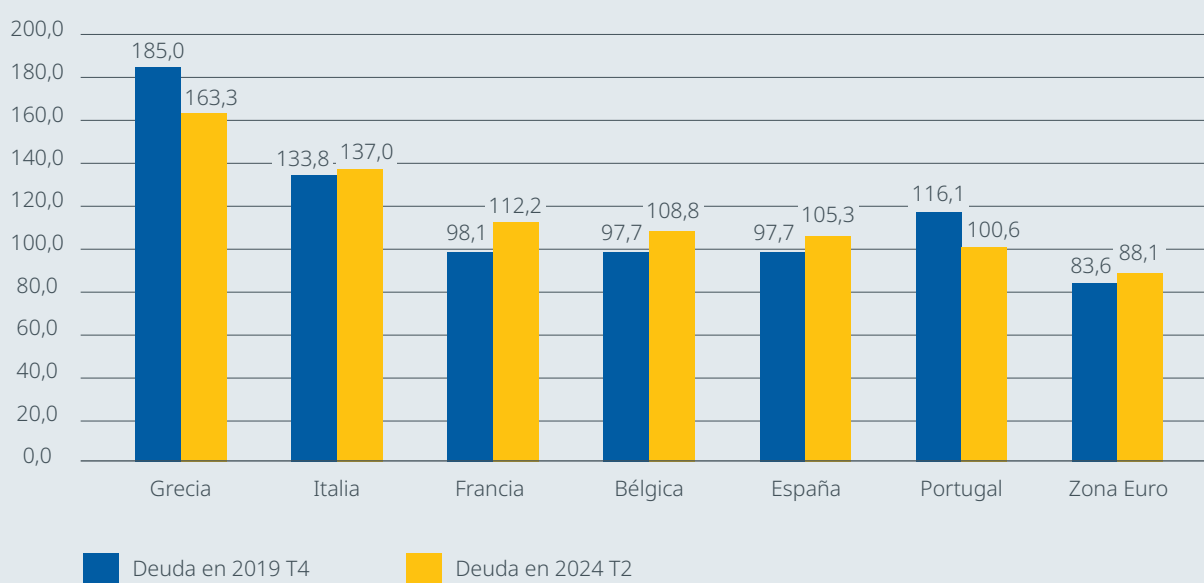
La acumulación de niveles de deuda en los últimos veinte años ha estado impulsada por la crisis financiera de 2008, cuando se disparó desde una ratio deuda/PIB del 35,8% en 2007 al 105,1% en 2014 (un incremento de 69,3 pp) y la pandemia en 2020, cuando se pasó de un punto de partida de una ratio deuda/PIB del 98,2% a un máximo del 124,2% en el 1T21, que se ha reducido en 19,8 puntos a 3T24.

El crecimiento económico sigue siendo el principal impulsor de la disminución de la ratio. En el periodo 2020-2023, su aportación a la reducción de la deuda ha sido de 20 puntos, mientras que un déficit público con una tendencia decreciente ha ayudado a consolidar la reducción a pesar de ligero repunte de la carga financiera. Por su parte, la última revisión del PIB, que refleja un 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 como efecto de un mayor denominador del cociente.

A pesar del descenso, **España es en la actualidad uno de los países de la Unión Económica y Monetaria (UEM) con mayores niveles de deuda, por detrás de Grecia, Italia, Francia y Bélgica** (Figura 4). 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% man-

teniendo 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%.

FIGURA 4 Deuda (% PIB) evolución respecto al nivel pre-Covid de los países de la UE con ratio superior al 100%



Fuente: Eurostat

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 y la sitúa en el 98% en 2029. La reducción 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.

La moderación de la contribución del crecimiento nominal supondría una ralentización en la reducción de la deuda, que 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.

A largo plazo, **la AIREF estima que la 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).

Dinámicas de déficit y deuda de las comunidades autónomas

Hasta noviembre, **el saldo no financiero de las Haciendas autonómicas fue superavitario** (5.651 millones de euros, cifra que equivale al 0,35% del PIB), frente al déficit registrado en el mismo periodo del año anterior (0,4% del PIB). Los ingresos autonómicos aumentaron un 12,3% interanual respecto a noviembre de 2023, mientras que los gastos en el mismo periodo aumentaron un 6,7%.

En gran medida, como resultado de los 20.000 millones de euros adicionales de fondos que se transferirán al sistema, **se espera que diez de las diecisiete comunidades autónomas españolas terminen 2024 con superávit presupuestario o con un presupuesto equilibrado**, frente a cinco en 2023. En promedio, se espera que las comunidades españolas registren un déficit presupuestario (ex-DANA) del 0,3% de media, lo que supone una mejora del 0,6% respecto a 2023. En 2024, todas las comunidades autónomas incumplirán la regla de gasto, aunque solo seis acabarán con déficit.

Los recursos provenientes del sistema de financiación alcanzarán un nuevo récord en 2025, como puede verse en la Figura 5.

FIGURA 5 Evolución recursos del sistema de financiación (SFA) 2018-2025 (millones de euros)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Transferencias corrientes	95.919	102.735	105.803	105.523	112.137	124.215	134.623	147.412
i.a%	3,9%	7,1%	3,0%	-0,3%	6,3%	10,8%	8,4%	9,5%
Liquidación (n-2)	8.835	6.103	10.710	8.942	-3.075	11.106	19.686	11.692
Total recursos SFA	104.754	108.838	116.413	114.465	109.062	135.321	154.309	159.104
i.a%	3,8%	3,9%	7,1%	-1,8%	-2,0%	20,7%	14,0%	2,5%

Fuente: Ministerio de Hacienda

La AIREF estima que en 2025 las comunidades autónomas alcanzarán un déficit del 0,5% del PIB, con un gasto computable superior a la tasa del 3,2% fijada para la regla de gasto nacional. El gasto computable a efectos de la regla de gasto crecerá un 4,5% en 2025 frente al incremento del 3,2% previsto por las Comunidades Autónomas en sus presupuestos.

La AIREF prevé que en 2025 seis CC.AA. mantengan superávits o saldos próximos al equilibrio. En casi todas las CCAA de régimen común, la AIREF estima un deterioro respecto al cierre de 2024, ya que se espera que los gastos crezcan con mayor intensidad que los ingresos, impulsado

por la evolución de los recursos de a) el sistema de financiación y b) los procedentes de los fondos europeos ajenos al PRTR.

A medio plazo y bajo un escenario de políticas constantes, a partir de 2025, cuando comiencen a normalizarse los flujos derivados del sistema de financiación, **el saldo de las CC.AA. se mantendrá en un déficit cercano al medio punto, que mejoraría a partir de 2027 hasta el 0,3% del PIB en 2028 y 2029.**

FIGURA 6 Previsión AReF del saldo por CC.AA. 2024-2029. Escenario de políticas constantes (% PIB)

CC.AA.	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Andalucía	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Aragón	0,1	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	-0,3
Asturias	1,0	0,6	0,4	0,6	0,7	0,7
Baleares	0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1
Canarias	0,4	0,5	0,9	1,4	1,4	1,5
Cantabria	0,4	0,3	-0,2	0,4	0,1	0,0
Castilla y León	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Castilla-La Mancha	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4
Cataluña	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6
Extremadura	0,0	-1,0	-1,2	-0,7	-0,7	-0,7
Galicia	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1
Comunidad de Madrid	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0
Región de Murcia	-1,7	-2,0	-2,0	-1,9	-1,8	-1,8
CF de Navarra	-0,2	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7
País Vasco	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,5
La Rioja	0,3	-0,2	-0,7	-0,3	-0,3	-0,2
Comunidad Valenciana	-2,0	-2,1	-2,0	-1,9	-1,8	-1,9
Total CC.AA.	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3

Fuente: AReF

Un panorama benigno para 2025-26 más unas perspectivas positivas podrían facilitar el acceso regional a los mercados de capitales. El ministro de Hacienda ya ha anunciado el desembolso de **7.510 millones de euros en el primer trimestre de 2025 a las comunidades autónomas que han solicitado el apoyo de los mecanismos extraordinarios de liquidez este año:** Aragón (370 millones), Baleares (310 millones), Cataluña (2.850 millones), Cantabria (112 millones), Murcia (193 millones), Extremadura (149 millones), Rioja (37 millones), Valencia (3.100 millones), Castilla-La Mancha (941 millones) y Andalucía (compartimento FF, 62 millones).

FIGURA 7 Desembolso de los mecanismos extraordinarios de liquidez en 2024
(millones de Euros)

Comunidades Autónomas	FFCCAA 2024						
	1T	2T	3T	4T	EF 1	EF 2	TOTAL
Andalucía	64,02	62,83	473,73	66,61	1.217,25	368,75	2.253,19
Aragón	645,58	9,67	240,89	158,79	175,50	17,50	1.247,93
Islas Baleares	322,98	29,96	483,89	10,95			847,78
Cantabria	116,55	65,36					281,91
Castilla-La Mancha	589,30	59,62	913,99	134,63	309,00	128,00	2.134,54
Cataluña	3.059,34	309,02	4.502,44	462,25	2.088,75	983,25	11.405,05
Extremadura	457,77	141,12	149,31	139,22	135,75	67,25	1.090,42
Murcia	289,57	153,49	672,18	18,97	583,50	205,50	1.923,21
La Rioja	64,67	8,51	76,64	8,86	2.209,50	717,50	158,68
C. Valenciana	2.795,97	3.889,23	109,15				10.008,48
Total Comunidades	8.405,75	1.061,35	11.567,66	1.109,43	6.719,25	2.487,75	31.351,19

Fuente: Ministerio de Hacienda

FIGURA 8 Desembolso de los mecanismos extraordinarios de liquidez en 2024
(millones de Euros)

Comunidades Autónomas	TRAMO I Vencimientos [1]	TRAMO II Liquidaciones negativas [2]	TRAMO III Deficit 2025 [3]	Total	Total 4=[3]+[2]+[1] %
Andalucía	6,50	55,82		62,32	1%
Total Facilidad Financiera	6,50	55,82		62,32	1%
Aragón	361,19	8,85		370,04	5%
Balearic Islands	310,22			310,22	4%
Cantabria	111,77			111,77	1%
Castilla-La Mancha	927,78	12,83		940,61	12%
Cataluña	2.815,93	31,20		2.847,13	38%
Extremadura	138,71	9,95		148,66	2%
Murcia	186,09	7,32		193,41	3%
La Rioja	34,19	2,48		36,67	0%
C. Valenciana	2.534,02	28,81		2.556,83	34%
FLA	7.419,90	95,44	0,00	7.515,34	99%
Total FF + FLA 2025	7.426,40	151,26	0,00	7.577,66	100%

Fuente: Ministerio de Hacienda

En lo referente a las ratios de deuda de las comunidades autónomas, **la tendencia del saldo de la deuda regional, medida como fracción del PIB, se quintuplicó en menos de una década como resultado de la Gran Recesión.** Posteriormente, su valor se estabilizó en torno al 25 % del PIB durante la fase de recuperación, mostrando solo un ligero descenso entre 2016 y 2019, y repuntó con fuerza en 2020 con la crisis de la COVID, en gran medida debido a un efecto denominador como consecuencia de la fuerte caída del PIB, que luego se recuperó a un ritmo saludable entre 2021 y 2023, reduciéndose considerablemente la carga de la deuda.

España tiene los segundos gobiernos regionales más endeudados del mundo después de las provincias canadienses. En la Eurozona, las regiones españolas fueron los gobiernos subnacionales con mayor porcentaje de deuda pública sobre PIB en 2023: 22,2% frente al 17,7% de las regiones belgas, el 15,1% de los Länder alemanes y el 5,4% de los estados austriacos.

A nivel individual, **si bien la deuda entre las Comunidades Autónomas aumentó sustancialmente durante la anterior crisis, existen diferencias muy importantes entre ellas que han ido creciendo a lo largo del tiempo en términos absolutos,** pero no relativos. Actualmente, las regiones con menor deuda en relación a su PIB son Madrid, Canarias, País Vasco and Navarra, mientras que las con mayor carga de deuda son Murcia, Castilla la Mancha, Cataluña y, sobre todo, Valencia, donde la deuda supera el 40% del PIB. Desde el inicio hasta el final del periodo 2003-2023, la carga de la deuda se ha multiplicado casi 11 veces en Castilla la Mancha y alrededor de 2 veces en Madrid y Galicia.

Los principales motivos de preocupación son: a) **el elevado stock de deuda que han acumulado la mayoría de las comunidades autónomas;** y b) **el hecho de que la mejora del saldo presupuestario regional registrada en los últimos años de este período se base en parte en factores anómalos y difíciles de sostener,** entre ellos una inversión inusualmente baja y fuertes subsidios a los intereses a través del FLA y otros mecanismos de liquidez estatal.

En general, **la mayoría de las comunidades autónomas tienen niveles de endeudamiento que superan el valor de referencia establecido por ley** (13% del PIB regional). A cierre de 2023, la ratio del subsector de las Comunidades Autónomas en su conjunto se situaba 9,2 puntos por encima del nivel de referencia. De las 17 regiones, 14 superan la referencia del 13% del PIB regional.

La AIREF estima que las comunidades autónomas reducirán su nivel de endeudamiento en más de un punto a partir de 2023 (21,7%) hasta alcanzar el 20,4% del PIB en 2025. A partir del nivel de 2023, se prevé que la ratio mejore en 2024 y 2025 debido al crecimiento esperado del PIB, compensado en parte por los déficits previstos para el subsector en su conjunto.

Por instrumentos, el mayor acreedor es el Fondo de Financiación de las Comunidades Autónomas, con el 60% de la deuda total, seguido de los préstamos con entidades financieras nacionales (18%) y los bonos (14%).

La evolución esperada del PIB, compensada en parte por las estimaciones de déficit de la administración autonómica, hace que **la ratio de deuda tienda a reducirse a medio plazo. Sin embargo, se espera que el ritmo de reducción sea muy moderado, no bajando del 19% para 2029.** Esta tendencia, junto con las expectativas de los mercados financieros, hace que la carga de intereses vea aumentar su peso en el PIB de forma sostenida.

Según las estimaciones de la AIREF, **cuatro regiones podrían tener una ratio de endeudamiento superior al 30%, mientras que cinco podrían estar por debajo del 13% establecido en la LOEPSF.** Se espera que la Comunidad Valenciana, la Región de Murcia, Castilla-La Mancha y Cataluña registren una deuda/PIB superior al 30% en 2024.

En cambio, en 2025, se espera que el Principado de Asturias se incorpore al grupo de comunidades con ratio de endeudamiento dentro de la referencia del 13% del PIB, del que ya formaban parte la Comunidad Foral de Navarra, Canarias, País Vasco y la Comunidad de Madrid.

Los mecanismos extraordinarios de financiación agregados representan más del 60% de la deuda de las Comunidades Autónomas al primer trimestre de 2024, habiendo disminuido en cuatro décimas respecto al cierre de 2023 pero todavía en línea con el máximo histórico relativo de la serie del 61,1% alcanzado en el periodo 2018-19, aunque existen situaciones muy heterogéneas.

En cinco regiones (Cantabria, Región de Murcia, Comunidad Valenciana, Cataluña y Castilla-La Mancha), **la utilización de los mecanismos extraordinarios representa más del 80% de su endeudamiento vivo, mientras que tres regiones** (Comunidad de Madrid, Comunidad Autónoma de Navarra y País Vasco) no tienen deuda pendiente vinculada a los mecanismos extraordinarios.

FIGURA 9 Peso de los mecanismos extraordinarios de liquidez en la deuda de las Comunidades Autónomas en 3T24

	Prestamos												Peso relativo de mecanismos de liquidez sobre total de deuda
	Bonos				Entidades nacionales					Fondo de Financiación CCAA	APPs & otra deuda imputada		
	Total	Total	Corto plazo	Largo plazo	Total	Factoring			Resto				
						Total	sin recurso	Corto plazo		Largo plazo			
TOTAL	333.177	48.008	381	47.626	285.169	53.905	1.152	2.725	51.180	15.877	208.638	6.749	62,6%
1. Andalucía	39.842	6.900	270	6.630	32.941	5.639	24	23	5.616	2.592	24.290	421	61,0%
2. Aragón	9.365	753	-	753	8.612	1.668	13	20	1.647	305	6.636	3	70,9%
3. Asturias	4.096	150	-	150	3.946	2.878	12	9	2.869	392	586	90	14,3%
4. Baleares	8.661	570	-	570	8.091	2.059	15	114	1.945	31	5.827	174	67,3%
5. Canarias	6.467	806	-	806	5.661	4.352	20	17	4.334	23	1.286	-	19,9%
6. Cantabria	3.248	40	-	40	3.208	37	31	1	36	81	3.019	71	92,9%
7. Castilla-La Mancha	16.473	383	-	383	16.090	1.776	27	27	1.748	327	13.987	-	84,9%
8. Castilla y León	14.006	2.950	-	2.950	11.056	7.613	203	212	7.401	1.423	1.774	246	12,7%
9. Cataluña	88.917	2.283	-	2.283	86.634	2.850	136	1.306	1.544	3.190	77.053	3.541	86,7%
10. Extremadura	5.453	132	-	132	5.322	1.220	4	4	1.216	95	4.007	-	73,5%
11. Galicia	12.154	3.025	-	3.025	9.129	5.560	12	11	5.548	1.162	2.089	318	17,2%
12. La Rioja	1.632	-	-	-	1.632	434	2	2	432	127	1.071	-	65,6%
13. Madrid	36.915	20.849	111	20.737	16.066	11.599	41	48	11.552	3.031	-	1.436	-
14. Murcia	12.802	45	-	45	12.757	224	39	72	152	258	12.269	6	95,8%
15. Navarra	2.817	1.009	-	1.009	1.808	1.278	7	6	1.272	260	-	269	-
16. País Vasco	10.833	7.761	-	7.761	3.072	2.240	6	26	2.214	832	-	-	-
17. Valencia	59.498	353	-	353	59.145	2.479	561	826	1.652	1.748	54.745	173	92,0%
Pro memoria: Empresas públicas no incluidas en el sector de las Administraciones Públicas	4.100	627	3	625	3.473	1.748	19	28	1.721	1.725	-	-	-

Fuente: Banco de España

Desafortunadamente y salvo en excepciones muy concretas como Andalucía, la prolongación de los mecanismos extraordinarios de liquidez iniciados en 2012 hasta el presente no ha conllevado una mejora en los datos de ejecución fiscal de las comunidades autónomas que llevan financiadas mayormente o en exclusiva desde 2012.

España es el único país con estructura federal que cuenta con una doble vía de financiación para sus regiones. O bien las entidades regionales se financian íntegramente en el mercado (Alemania, Canadá, Australia) o bien se financian al 100% por agencias públicas (países nórdicos). Esto es consecuencia de la ampliación de los mecanismos de financiación extraordinarios, más allá del horizonte inicialmente previsto de 2-3 años, y que ha ofrecido de facto, a un coste subvencionado, financiación a las Comunidades Autónomas con mayores problemas de sostenibilidad de la deuda.

El sistema de financiación autonómico sigue produciendo llamativas desigualdades entre las distintas regiones

El sistema de financiación autonómica (SFA) español genera importantes flujos netos de recursos entre el Estado y las comunidades autónomas y entre las comunidades autónomas que tienden a igualar la financiación per cápita ajustada de los diferentes territorios.

El sistema de financiación proporciona a las comunidades autónomas de menores ingresos recursos extra, por encima de sus ingresos fiscales, por un importe de casi 20.000 millones de euros. Estos recursos proceden en parte del Estado (que aporta casi 11.000 millones de euros) y en parte de las comunidades autónomas con mayor renta per cápita (Madrid, Cataluña y Baleares), que aportan casi 9.000 millones de euros.

Las contribuciones a la nivelación representan alrededor del 8% de los ingresos fiscales regionales en Baleares, el 9% en Cataluña y el 24% en Madrid. Por el lado de las regiones receptoras, los ingresos superan así el 20% de los ingresos fiscales homogéneos en diez casos y son especialmente importantes en Canarias, donde representan más de la mitad de los ingresos totales, y en Extremadura, donde superan el 40%, como puede verse en la Figura 10.

FIGURA 10 Componentes del índice de financiación efectiva a competencias homogéneas, por habitante ajustado, 2022

CCAA	Ingresos Tributarios Homogeneos	Transferencia de Garantía	Fdo de Suficiencia a comps homog ajustado	Fdo de Cooperación	Fondo de Competitividad y DA3	Total, índice de financ. Efectiva phabj
Cataluña	109,0	-5,1	-9,3	0,0	6,2	100,9
Galicia	71,8	20,4	4,9	5,3	0,0	102,5
Andalucía	72,8	21,3	-2,1	2,6	0,0	94,6
Asturias	80,1	14,1	3,9	5,4	0,0	103,5
Cantabria	86,7	6,2	24,3	0,0	0,0	117,2
La Rioja	83,4	12,0	16,9	5,2	0,0	117,5
Murcia	70,8	20,9	-6,2	2,3	2,9	90,8
Valencia	85,8	9,6	-14,3	2,2	8,4	91,8
Aragón	86,6	8,0	5,4	4,9	0,0	104,9
Cast.- La Mancha	68,1	23,2	1,3	2,3	0,0	94,9
Islas Canarias	54,6	47,4	-4,4	2,4	9,8	109,8
Extremadura	61,0	29,8	16,5	5,9	0,0	113,2
Islas Baleares	124,0	-6,5	-27,5	0,0	25,2	115,2
Madrid	133,6	-23,5	-12,3	0,0	2,2	100,0
Castilla y León	78,8	15,4	6,8	5,2	0,0	106,2
Media	90,4	8,5	-4,6	2,2	3,6	100,0

Fuente: Fedea

Los avances en equidad interterritorial han sido mínimos a lo largo de la historia del sistema financiero, con un ligero deterioro nuevamente en 2022 respecto al ya observado en 2021. La concentración de la mejora en el financiamiento por habitante ajustado en las comunidades que se encuentran por encima del promedio impacta en su posición relativa. Las fluctuaciones (o falta de ellas) en los mecanismos de entrada/salida de los subfondos de cooperación tienen un impacto significativo en el resultado final, dado que se trata de regiones con poco peso demográfico.

A pesar de que el modelo de financiación cumple su función redistributiva, **existe una importante desigualdad en la distribución de los recursos entre comunidades autónomas y con un alto grado de arbitrariedad.** Trabajando con promedios de más de 20 años, existe un rango de 27 puntos porcentuales entre las regiones mejor y peor tratadas en el régimen común que puede generar diferencias considerables en la calidad de los servicios públicos de competencia regional.

BFF Insights es el nuevo área de estudio de BFF BankingGroup, que continúa y fortalece la investigación y el intercambio de análisis que han caracterizado siempre la relación de BFF con los clientes y los stakeholder.

Contactos:

+39 02 7705 8342 | insights@bff.com

Autor: Cristina Nogaledo Castaño

Febrero 2025