

España y sus entes territoriales en el 2T25: la solidez de la economía española se ve amenazada por un contexto geopolítico inestable

Perspectivas Macro para España y las Finanzas
de sus Gobiernos Regionales

2T2025 RESUMEN EJECUTIVO



España y sus entes territoriales en el 2T 2025: la solidez de la economía española se pone a prueba en un contexto marcado por la incertidumbre geopolítica

Resumen Ejecutivo

España: contexto macro 2025-2026

La estimación avanzada de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) para el primer trimestre de 2025 (0,6% t/t) muestra una desaceleración debido, principalmente, a la atonía del consumo y a un empuje de la inversión menor que el estimado; este dato representa una desaceleración de una décima respecto al avance observado en el trimestre anterior.

En términos interanuales, el crecimiento del PIB se moderó en 0,5 pp, y alcanzó el 2,8%. De acuerdo con las estimaciones del INE, la demanda interna contribuyó con 0,4 pp al crecimiento trimestral del PIB, por debajo de lo esperado, mientras que por el contrario la demanda externa presentó un comportamiento más favorable del previsto, aportando 0,2 pp al crecimiento trimestral, frente a la expectativa de una contribución ligeramente negativa. En términos interanuales, la demanda interna sumó 3,2 pp al crecimiento, mientras que el saldo exterior neto restó 0,4 pp.

La economía española siguió mostrando un crecimiento elevado en 2024. El crecimiento del PIB real fue de 3,2% en 2024, de acuerdo con las estimaciones del Instituto Nacional de Estadística (INE). Este avance fue superior al observado el año anterior (un 2,7%), superando las previsiones del Banco de España y del Gobierno y muy por encima de la media del área del euro, excluido España e Irlanda, que fue del 0,5% (0,9% si se incluyen ambos países). Esta evolución se vio apoyada por el comportamiento de los principales agregados de la demanda y, en particular, el avance del consumo privado, impulsado por el aumento de la población y del empleo, y del consumo público -cuya contribución al crecimiento superó los 0,8 puntos-. A ello se añade la expansión de la inversión no residencial y en material de transporte que, con cierta volatilidad, superó la atonía de los años recientes, así como el dinamismo de las exportaciones de servicios.

Se consolida la transición hacia un modelo de crecimiento basado en el gasto de los hogares españoles y tal vez en la inversión de las empresas. Por lo tanto, la demanda nacional aportó 2,8 puntos porcentuales a ese crecimiento, mientras que la contribución de la demanda exterior fue solo de 0,35 pp. La demanda exterior contribuyó de forma positiva al crecimiento del PIB en 2024, aunque a una tasa inferior a la de 2023.

Los distintos indicadores del mercado laboral siguen apuntando a una mayor capacidad de crecimiento de la economía española. La creación de empleo está siendo generalizada por nacionalidad y grupo de edad, excepto entre la población española de 35 a 44 años. En esta misma línea, la inmigración continúa impulsando el avance de la población activa pese a la contracción de su tasa de actividad.

En comparación con el área del euro, el mayor crecimiento se explica por el consumo privado y, en menor medida, la inversión y las exportaciones netas. La contribución del consumo público al crecimiento fue elevada y de magnitud similar en ambos casos. **La economía española está a punto de alcanzar el nivel de PIB al que se habría llegado si hubiera continuado la tendencia de crecimiento anterior a la pandemia.** Esto supone un comportamiento diferencial respecto al que se está produciendo en el resto de la eurozona, donde el estancamiento reciente está abriendo una brecha. También implica una recuperación más positiva que la observada después de la crisis financiera global de 2008 o en los años posteriores a la de la deuda soberana en Europa. Estos ejemplos ponen en contexto la buena evolución reciente de la actividad económica en España.

Nuestro escenario macroeconómico para España sigue situando el crecimiento de la economía española en 2025 en el 2,5% (Figura 1), **sin cambios con respecto a nuestra última entrega en el mes de febrero**, mientras que el crecimiento nominal del PIB, especialmente relevante para las previsiones fiscales, se sitúa en el 4,8%, frente al 6,2% del año anterior. No obstante, el crecimiento menor de lo esperado en las cifras de avance publicadas por el INE correspondientes al primer trimestre de 2025, un 0,6% t/t, introducen un sesgo adicional a la baja de aproximadamente una décima a nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2025.

FIGURA 1 Cuadro macroeconómico para 2025

		abr-2025	AIReF ene-2025	ott-24	Gobierno ene-2025
Tasas de Variación Interanual	2024	2025	2025	2025	2025
Gasto en Consumo Final Nacional Privado	2,9	2,9	2,7	2,3	2,8
Gasto en Consumo Final de las AA.PP.	4,1	2,3	1,9	2,1	2,6
Formación Bruta de Capital Fijo	3,0	3,5	2,9	2,4	4,5
FBCF Bienes de Equipo y Activos Cultivados	2,9	4,2	1,7	1,8	-
FBCF Construcción y Propiedad Intelectual	3,0	3,3	3,4	2,6	-
Demanda Nacional*	2,8	2,8	2,5	2,2	3,0
Exportación de Bienes y Servicios	3,1	2,7	2,7	3,4	2,3
Importación de Bienes y Servicios	2,4	3,7	2,9	3,5	3,5
Saldo Exterior*	0,3	-0,2	0,0	0,1	-0,3
Producto Interior Bruto	3,2	2,5	2,5	2,3	2,6
Producto Interior Bruto Nominal	6,2	4,8	5,0	4,8	5,4
Deflactor del Producto Interior Bruto	3,0	2,2	2,4	2,4	2,6
IPC	2,8	2,5	2,1	2,1	-
Empleo Equivalente a Tiempo Completo	2,4	2,3	2,1	2,2	2,5
Horas Efectivamente Trabajadas	1,9	2,0	1,9	-	2,1
Coste laboral Unitario	4	3,1	2,7	2,5	-
Productividad por Ocupado a Tiempo Completo **	0,7	0,2	0,4	0,1	0,1
Remuneración por Asalariado **	4,7	3,3	3,1	2,6	3,7
Tasa de Paro (% de la Población Activa)	11,3	10,4	10,8	10,9	10,4
Tasa de Ahorro de los Hogares e ISFLISH (% Renta Bruta Disponible)	13,6	11,9	12,0	11,8	-

Fuente: INE, Ministerio de Economía, Comercio y Empresa y AIReF

* aportación al crecimiento del PIB

** AIReF expresado en términos de empleo equivalente a tiempo completo y en el Gobierno en términos de personas.

La reciente revisión de las previsiones de crecimiento del **Fondo Monetario Internacional (FMI)** **muestra que España es una de las pocas economías avanzadas que se libra de una revisión a la baja**, con una revisión al alza de dos décimas respecto al crecimiento previsto del PIB para 2025 (hasta el 2,5%, el triple del crecimiento previsto para la zona Euro del 0,8%), manteniéndose la cifra de crecimiento previsto para 2026 en el 1,8%.

La ausencia de revisiones se sostiene en la fortaleza de la demanda doméstica y, en particular, del consumo privado proyectada para 2025, sustentada por el crecimiento del empleo, las elevadas tasas de ahorro alcanzadas -no observadas desde el estallido de la crisis financiera global-, la fortaleza de la actividad económica en el arranque del año y la mejora de las condiciones de financiación. El escenario también incorpora una recuperación de la inversión empresarial que en el contexto actual de incertidumbre se encuentra sujeta a riesgos a la baja.

Por otro lado, **el escenario no incorpora todavía el impacto de la guerra comercial desatada por Estados Unidos cuyo desenlace resulta difícil de prever en el momento actual**. Tampoco se incorporan los efectos negativos asociados al aumento extraordinario de la incertidumbre sobre la

política comercial que la AIREF estima **que podría restar hasta 0,5 puntos porcentuales al crecimiento de la economía española ya en 2025 si no se corrige de manera rápida.** Los indicadores de incertidumbre han alcanzado niveles no vistos desde la pandemia.

El **Banco de España** ha simulado el impacto de un aumento de los aranceles de EE. UU. de un 10% sobre todas sus importaciones de bienes (sin aumento de la incertidumbre), utilizando tanto modelos input-output multirregionales como macroeconómicos dinámicos. En conjunto, se estima que ese incremento tendría un impacto negativo en el PIB mundial de aproximadamente 0,3 puntos porcentuales. En el caso del área del euro el efecto sería una disminución de 0,4 puntos porcentuales, mientras que en España el impacto sería aproximadamente la mitad, dada la menor exposición de sus exportaciones de bienes a la economía norteamericana. No obstante, si se materializa el riesgo de una guerra comercial y todos los países aumentaran de manera simultánea los aranceles un 10%, el PIB global se reduciría en 4 puntos porcentuales.

La composición del crecimiento previsto en nuestro escenario base refleja una demanda interna robusta, impulsada por el consumo privado y la inversión, y una aportación negativa del sector exterior. En particular, se prevé un incremento del consumo privado idéntico al alcanzado en 2024 (2,9%), lo que lo convertirá en el principal soporte del crecimiento. El avance del consumo privado se ve sostenido por el aumento de la renta disponible real asociada al buen comportamiento del empleo -sustentado por la inmigración- y por las elevadas tasas de ahorro acumuladas por los hogares españoles. Asimismo, el coste del crédito ha disminuido en los meses recientes, impulsando la demanda de financiación de los hogares.

La inflación, en términos interanuales, se situó en el 2,2% en abril de 2025, ocho décimas menos que en febrero, y la inflación subyacente aumentó cuatro décimas, hasta el 2,4%. La resistencia a la baja de la inflación que se apreció desde finales de 2024 como consecuencia del aumento de los precios de la energía parece haber finalizado y el abaratamiento de los precios de las materias primas en los mercados de futuro podría contribuir a una moderación de la inflación en los próximos meses.

Riesgos en torno al escenario macroeconómico

Los riesgos a la baja en torno a este escenario de crecimiento son elevados. La economía mundial mostró una sorprendente resiliencia durante las graves conmociones de los últimos cuatro años y todavía tiene cicatrices significativas. Ahora se está poniendo a prueba una vez más, especialmente en las economías de mercados emergentes y en desarrollo con márgenes de maniobra más limitados.

Con todo, la incertidumbre ha ascendido a cotas tan elevadas que plantea riesgos a la baja para el crecimiento global. La probabilidad de recesión en Estados Unidos está aumentando y el aumento de los aranceles ha sido tan elevado que las expectativas de inflación han aumentado de manera notable en esta economía. La expulsión de inmigrantes supone una mayor tensión para su

mercado de trabajo dada la escasez de mano de obra, lo que podría redundar en incrementos salariales. En el resto de los países, el aumento de la incertidumbre supone un obstáculo para la inversión y las exportaciones. En este contexto, las instituciones están revisando a la baja el crecimiento global.

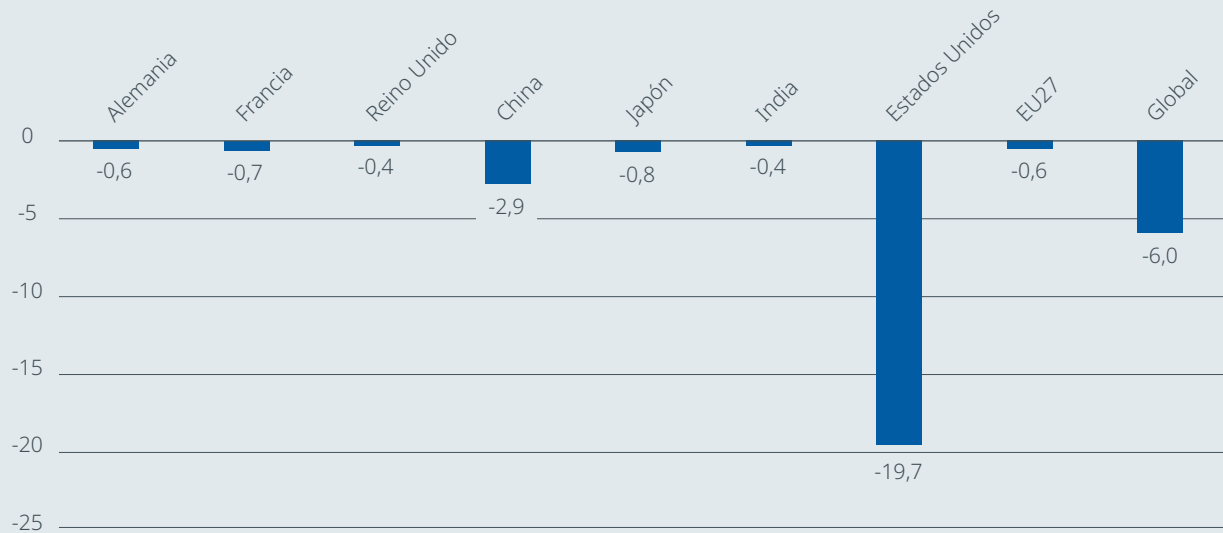
Las condiciones financieras podrían endurecerse aún más, tal vez abruptamente, si los mercados reaccionan negativamente a la disminución de las perspectivas de crecimiento y al aumento de la incertidumbre. Si bien los bancos siguen estando bien capitalizados en general, y los movimientos del mercado han sido ordenados hasta ahora, pueden ponerse a prueba en el caso de un episodio de aversión al riesgo en toda regla. Sin embargo, existe también un **escenario positivo**: si los países se alejan de su actual posición arancelaria y se coordinan para ofrecer claridad y estabilidad en la política comercial, las perspectivas podrían mejorar de inmediato.

El **2 de abril**, EE.UU. pasó a aplicar un arancel adicional universal en principio no negociable del 10% a la casi totalidad de las importaciones (con la excepción del cobre, semiconductores, maderas, productos farmacéuticos, materias primas críticas y energía y productos energéticos), manteniendo el 25% para los automóviles y componentes, acero y aluminio. Además, se establecieron los denominados aranceles recíprocos (suspendidos provisionalmente desde el 9 de Abril por un plazo de 90 días con la excepción de China) entre los que destaca la aplicación de un arancel adicional del 34% sobre los productos chinos, que acumulando las subidas de los años recientes se enfrentaría a un arancel del 70% en las ventas a Estados Unidos, que posteriormente se ha ido incrementando hasta alcanzar una cifra del 145% exceptuando el sector de semiconductores y electrónica, a la espera que se definan aranceles sectoriales sobre estos, mientras que China por su parte ahora aplicaría un arancel del 125% a la importaciones de bienes desde Estados Unidos y un arancel del 20% a las importaciones de la UE.

El arancel efectivo medio aplicado a las importaciones de EE.UU. pasaría del 2,4% a entre un 16,5% y un 22,5%, máximos no observados desde la Gran Recesión en 1930. La administración Trump ha dejado abierta la posibilidad de renegociar estas subidas arancelarias, pero también ha anunciado nuevas medidas para los países que adopten represalias.

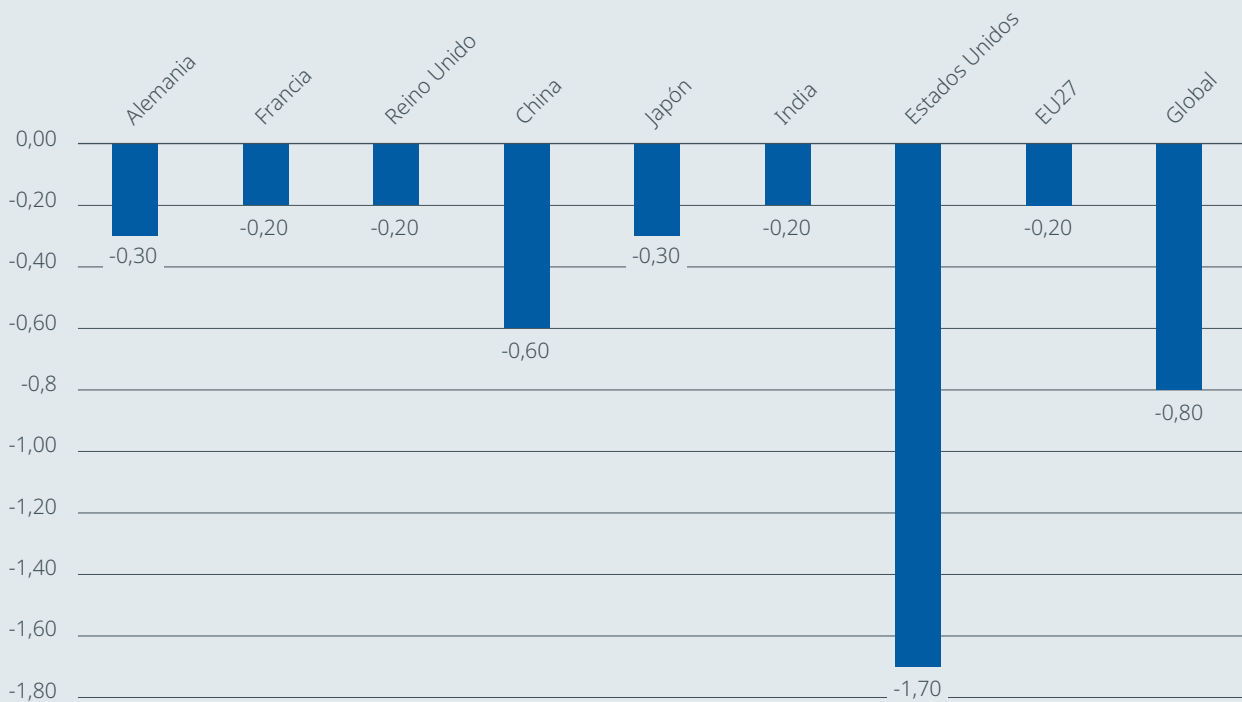
El denominador común, sin embargo, es que los aranceles son un choque de oferta negativo (Figuras 2 y 3) para la economía que los impone, ya que los recursos se reasignan hacia la producción de bienes no competitivos, con la consiguiente pérdida de productividad agregada, menor actividad y mayores costos y precios de producción.

FIGURA 2 Impacto a corto plazo de los aranceles en las exportaciones (%)



Fuente: IfW (4 de abril de 2025)

FIGURA 3 Impacto a corto plazo de los aranceles en la producción real (%)



Fuente: IfW (4 de abril de 2025)

Por un lado, **Estados Unidos ha dejado abierta la posibilidad de negociar los aranceles recíprocos y ha decretado una suspensión temporal de su aplicación de 90 días desde el 9 de abril para abrir un plazo de negociación con los países afectados.** Por otro, el aumento de aranceles ha sido tan intenso y generalizado que el riesgo de que se desate una guerra comercial es alto.

También existe incertidumbre sobre el impacto de los aranceles. En esta ocasión los efectos desviación de comercio pueden ser notables. En la anterior oleada proteccionista entre China y EE.UU. de 2018-2019, China consiguió canalizar parte de su comercio con los EE.UU. a través de terceros países del sudeste asiático, conteniendo la caída de sus ventas en el mercado norteamericano. En esta ocasión la imposición de un arancel universal del 10% y los altos aranceles que en general se aplican a la región asiática, hacen esperar que China desvíe su comercio a los países de la UE. También los países europeos podrían ocupar el espacio que dejan los productos americanos en el sudeste asiático. En este contexto, el impacto de los aranceles americanos sobre Europa y Asia podría ser menor que el que se deriva de la exposición directa e indirecta.

El FMI también espera que la rápida escalada de las tensiones comerciales y los niveles extremadamente altos de incertidumbre política tengan un impacto significativo en la actividad económica mundial. Según el pronóstico de referencia del FMI que incorpora información al 4 de abril, se proyecta que el crecimiento mundial caerá a 2,8% en 2025 y a 3% en 2026, frente al 3,3% para ambos años en la actualización del WEO de enero de 2025, lo que corresponde a una rebaja acumulada de 0,8 puntos porcentuales, y muy por debajo del promedio histórico (2000-19) de 3,7%. En el pronóstico de referencia, se proyecta que el crecimiento de las economías avanzadas sea de 1,4 por ciento en 2025.

En las economías europeas dos factores podrían amortiguar el impacto negativo de la guerra comercial, aunque sus efectos se pueden posponer hasta 2026: el aumento del gasto en defensa, cuyo impacto es difícil de calibrar a cierre de este informe, y la política fiscal expansiva de Alemania.

En el ámbito geopolítico los anuncios y decisiones de la nueva administración estadounidense ha llevado a la UE a priorizar el gasto en defensa y seguridad a través del programa ReArm Europe Plan/Readiness 2030. En respuesta al deterioro del entorno geopolítico y a la necesidad de reforzar la autonomía estratégica de la Unión Europea, la Comisión Europea presentó en marzo de 2025 el plan ReArm Europe Plan/Readiness 2030, que pretende movilizar hasta 800.000 millones de euros en gasto e inversión en defensa en la próxima década.

En Alemania se ha producido un giro histórico en la política fiscal que se refleja en un ambicioso programa de inversión acompañado de una flexibilización del freno a la deuda. Alemania ha puesto en marcha un amplio paquete de estímulo fiscal que entrará en vigor de inmediato al haber sido ratificado por el Bundesrat. El plan contempla la creación de un vehículo de inversión en infraestructuras de 500.000 millones de euros durante diez años, enfocado en sectores estraté-

gicos como transporte, energía, digitalización y educación. Este programa se combina con una flexibilización del marco de disciplina fiscal mediante la modificación del freno constitucional a la deuda ("Schuldenbremse").

En el ámbito de las condiciones financieras, el Banco Central Europeo continúa con la progresiva relajación monetaria, ya que la estabilización de la inflación le permite tener una política monetaria más centrada en amortiguar las consecuencias de la actual incertidumbre geopolítica, mientras que la Reserva Federal mantuvo sus tipos de interés. La inflación general y la subyacente se mantuvieron relativamente estables desde finales de 2024 debido a la resistencia a la baja de los servicios y a cierto repunte de los precios de la energía y de los alimentos. Aun así, el BCE espera que el aumento de los precios converja al 2% a comienzos de 2026 en un contexto de debilidad de la actividad económica en algunos estados miembros, lo que le ha permitido seguir avanzando en el proceso de normalización monetaria.

Los riesgos sobre la evolución de los precios asociados a los aranceles son mayoritariamente a la baja. El aumento de los aranceles por parte de Estados Unidos no tiene en principio un impacto directo sobre los precios de consumo en España u otros países europeos. Si acaso, el menor crecimiento global y la necesidad de buscar nuevos mercados por parte de los países del sudeste asiático más afectados podría tener un impacto deflacionario. No obstante, si se adoptan medidas de represalia por parte de la UE ese impacto negativo podría mitigarse. Por último, una potencial ruptura de las cadenas de valor puede tener efectos difíciles de prever sobre los costes empresariales.

El acuerdo para que el Estado absorba parte de la deuda de los gobiernos regionales debería ir acompañado de una reforma de la financiación autonómica, de las condiciones de acceso y salida del Fondo de Liquidez Autonómica y ser dependiente del cumplimiento de reformas para asegurar la sostenibilidad de la deuda autonómica. Sin eliminar el desequilibrio estructural que muestran las finanzas de algunas comunidades autónomas, el problema de fondo perdurará. Además, la absorción por parte del Estado de parte del endeudamiento de los Gobiernos regionales, sin condiciones claras ni una reforma del propio mecanismo de financiación, podría incentivar comportamientos fiscales irresponsables en el futuro.

España y el impacto de los aranceles de Trump

El comercio exterior es un motor fundamental para el crecimiento de la economía española, una economía con un grado de apertura elevado y creciente. El peso de las exportaciones reales en el PIB ha pasado de un 26% en 2008 al 34,9% en 2024. Por ello, el impacto de una guerra comercial puede ser particularmente intenso.

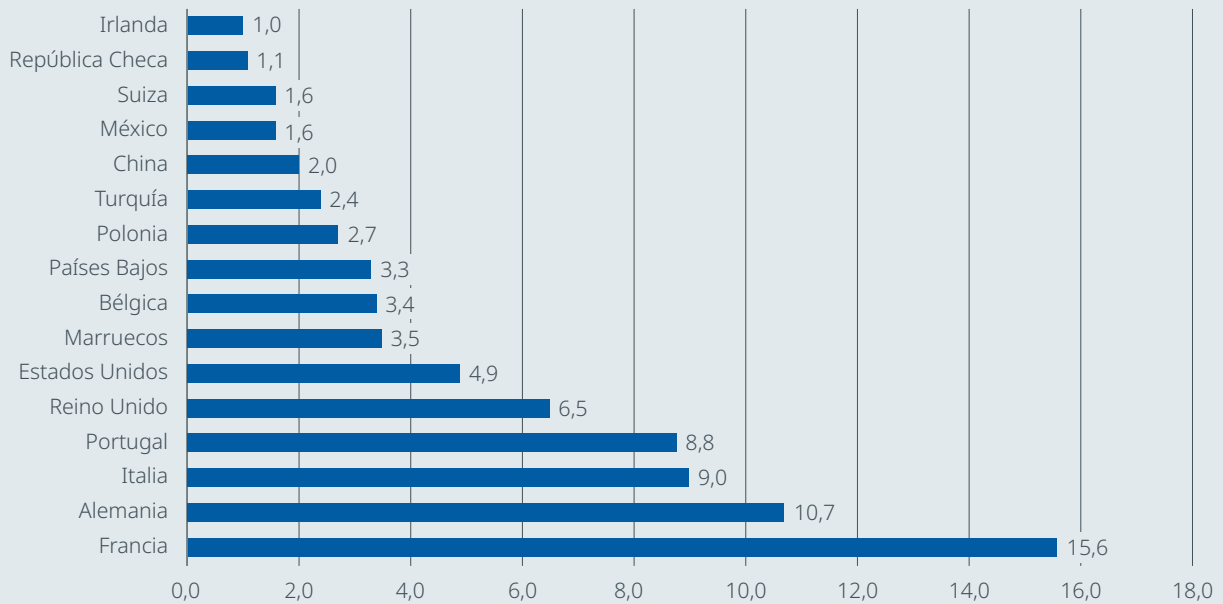
Son muchos los canales por los que los aranceles y la incertidumbre sobre la política comercial pueden afectar a la economía española. El anuncio de aumento de los aranceles de naturaleza universal, como el implementado por la administración Trump, puede llevar al país afectado a aumentar sus importaciones para anticiparse a las subidas futuras de precios. Pero lo más importante es que supone un shock de oferta para el país que impone los aranceles que lleva aparejada efectos negativos sobre el crecimiento y un aumento de la inflación. Para el país que se enfrenta a nuevos aranceles se produce un descenso de las exportaciones cuya cuantía dependerá de: el aumento de precios asociado a los nuevos aranceles, la elasticidad de demanda de los productos afectados respecto al aumento de los precios, la importancia de las exportaciones a ese país en el total de las exportaciones.

El impacto final sobre esta economía dependerá de su capacidad para diversificar sus ventas hacia nuevos mercados. En un contexto donde gran parte del comercio lo realizan grandes empresas multinacionales que han deslocalizado las distintas fases de producción de los bienes en función de las ventajas comparativas de cada país, la recomposición de las cadenas de valor es difícil de anticipar.

También la reacción de la política monetaria y fiscal constituye un factor relevante. Por otro lado, la manera de actuar de la administración Trump ha llevado la incertidumbre sobre la política comercial hasta niveles nunca vistos creando un caldo de cultivo poco adecuado para abordar nuevos proyectos de inversión en las empresas más expuestas.

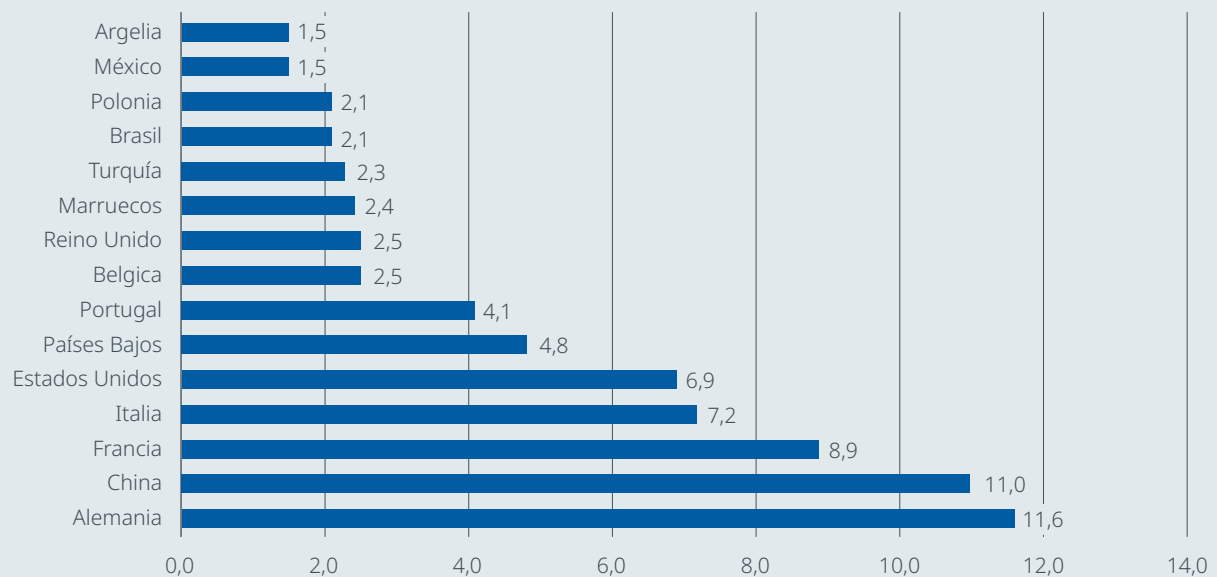
En el caso de España, **la exposición directa e indirecta al mercado de Estados Unidos es relativamente reducida** (Figura 4 y 5). La exposición directa se mide por el peso de cada sector en las exportaciones y el cambio en el arancel efectivo. La indirecta por la exposición de los socios comerciales a Estados Unidos, que depende tanto de la proporción de inputs españoles que incorporan las exportaciones de sus socios comerciales dirigidas a Estados Unidos, como a través de los potenciales efectos sobre el crecimiento asociados a los aranceles.

FIGURA 4 Principales destinos de las exportaciones españolas en 2024 (peso en el total)



Fuente: Datacomex, 2025

FIGURA 5 Origen por país de las importaciones españolas en 2024 (% PIB)



Fuente: Datacomex, 2025

El Gobierno ha aprobado medidas financieras de respuesta a la crisis arancelaria por un importe total de 7.220 millones, como parte del Plan de Respuesta y Relanzamiento comercial, que se prevé alcance un importe de 14.100 millones de euros (ver sección posterior). El Real Decreto-ley 4/2025, de 8 de abril, establece medidas que se articulan en torno a tres ejes: fomento de la inversión productiva, provisión de liquidez para las empresas e impulso a la actividad exportadora.

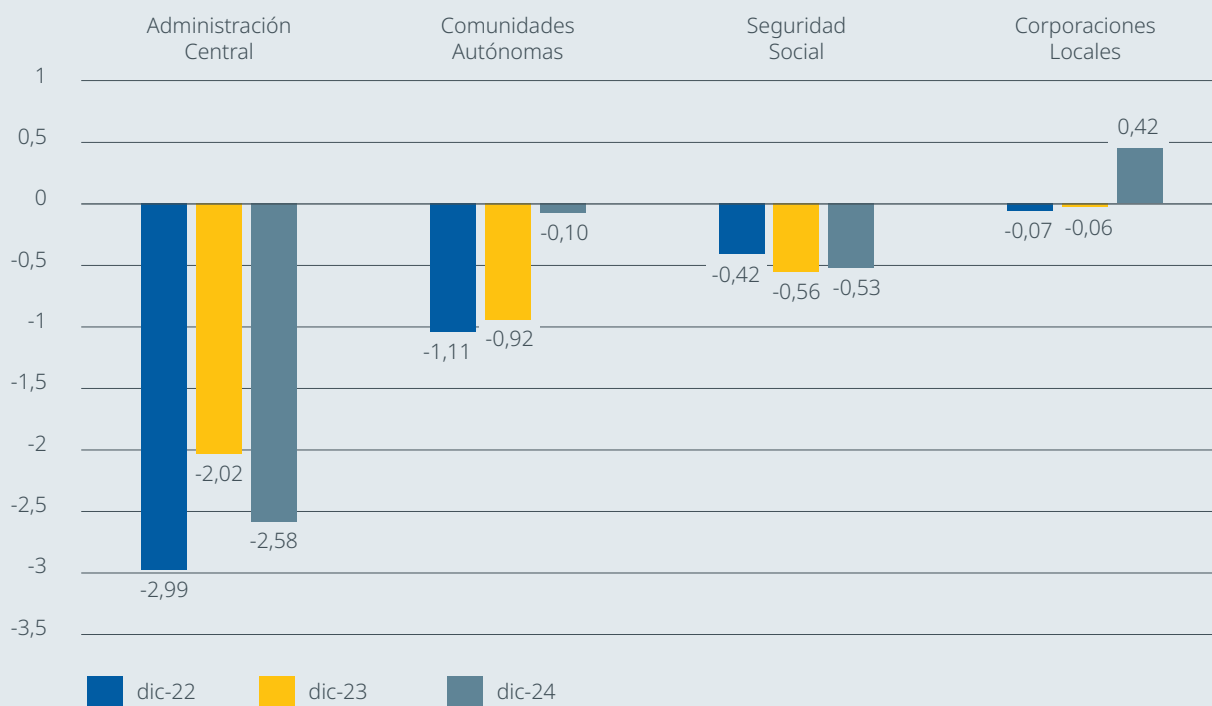
Con este fin, se establece una nueva línea de avales por valor de 5.000 millones para garantizar la financiación de empresas afectadas. También se refuerza el Fondo para la Internacionalización de la Empresa (FIEM), con un incremento de su presupuesto de 200 millones adicionales, hasta los 700 millones de euros, y se incluye una dotación de 20 millones adicionales para financiar operaciones no reembolsables. Asimismo, se destinan 2.000 millones de CESCE, Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, para coberturas destinadas a proyectos internacionales afectados por los nuevos aranceles. Por último, se reforma el Convenio de Ajuste Recíproco de Intereses, CARI, para mantener la protección ante la volatilidad de tipos de interés y facilitar el acceso a financiación bancaria. **Todas ellas son medidas financieras, por lo que, salvo el impacto estimado de fallidos por la línea de avales, no tendrían impacto en el déficit.**

España: escenario fiscal en 2025

Mantenemos **la previsión de déficit en 2025 del conjunto de las AA. PP. en el 2,7% excluyendo el impacto de la DANA¹**, por lo tanto, una reducción de cinco décimas respecto a la cifra de 2024 (Figura 6). En 2024 el déficit público se redujo en tres décimas (siete décimas si excluimos el impacto de la DANA). A pesar de producirse un aumento de déficit por las operaciones no recurrentes y el coste de las medidas de la DANA en cuatro décimas por cada una y una décima adicional por las otras medidas de ingresos, la evolución del resto de ingresos y gastos y la retirada de las medidas para paliar la crisis de precios y energía empujaron el déficit a la baja en 1,2 puntos, terminando el año en el 3,2% del PIB.

1 Las medidas aprobadas para paliar los efectos de la DANA tendrán un impacto en contabilidad nacional de 0,7% del PIB en el conjunto de las AA. PP. que se distribuirá principalmente entre 2024 y 2025. Las AA. PP. han aprobado un conjunto de medidas para responder a los daños causados por la DANA, entre el 28 de octubre y el 4 de noviembre de 2024. El Gobierno aprobó medidas por un importe anunciado en 20.379 millones a través de tres reales decretos leyes: el Real Decreto-ley 6/2024, de 5 de noviembre; el Real Decreto-ley 7/2024, de 11 de noviembre; y el Real Decreto-ley 8/2024, de 28 de noviembre. En su conjunto, las medidas para paliar los efectos de la DANA han tenido un impacto en 2024 de 0,4% del PIB y la AIReF estima un impacto de 0,3% del PIB en 2025.

FIGURA 6 Evolución del déficit por Administración Pública (% PIB, 2022-2024)



Fuente: Ministerio de Hacienda, 2025

En 2025, se espera por lo tanto una reducción del déficit de cinco décimas, como hemos comentado anteriormente. En este ejercicio, la entrada en vigor de diversas medidas de ingresos, la reducción del coste de las operaciones no recurrentes, la casi completa retirada de las medidas por la crisis energética y de precios y una ligera reducción del coste de las medidas para paliar los efectos de la DANA empujarán el déficit siete décimas a la baja. En sentido contrario, la evolución del resto de ingresos y gastos aumentarán dos décimas el déficit, terminando el año con un déficit del 2,7%.

Por último, recordamos que la Comisión Europea recientemente ha comunicado la posibilidad a los Estados Miembros de solicitar la activación de la cláusula de escape nacional, con el fin de que no se considere a efectos de la regla de gasto europea el incremento del gasto en defensa de hasta un 1,5% del PIB respecto al nivel registrado en 2021. Además, el Gobierno ha anunciado recientemente la posible aprobación de ayudas destinadas a proteger a los sectores económicos más vulnerables ante una eventual guerra arancelaria.

Comunidades Autónomas y Entidades Locales: situación fiscal

El déficit de las CC. AA. se incrementará en 2025 hasta el 0,5% del PIB, 0,4% sin incluir el impacto de la DANA (el déficit regional en 2024 se habría situado en 0,2% del PIB, 0,1% sin las medidas DANA). Esto supone una mejora de la previsión de una décima desde nuestro informe anterior que se explica principalmente por el traslado parcial a 2025 del cierre mejor de lo esperado en 2024. El deterioro del déficit en 2025 se explica fundamentalmente por la caída de los ingresos de la liquidación del sistema de financiación autonómico que, tras el incremento extraordinario de 2024, recupera sus niveles habituales. Esto supone que, aunque las entregas a cuenta crecen un 9,5%, los ingresos del sistema de financiación autonómica crezcan solo un 2,5%. Por su parte, los gastos sin PRTR crecerán un 4,8%.

Las CCAAs cerraron 2024 con un déficit del 0,1%, mientras que las entidades locales registran de nuevo un fuerte superávit

Las Comunidades Autónomas cerraron 2024 con una décima de déficit, lo que supone una consolidación presupuestaria de un punto de PIB en dos años (2022 a 2024). El excepcional incremento de los ingresos del Sistema de Financiación Autonómico (SFA) en este ejercicio de 20.493 millones de euros, junto con una evolución muy positiva de las entregas a cuenta (8,3% i.a.), han elevado el nivel de los recursos totales del Sistema hasta un 14,5% i.a. Aun así, la situación entre las distintas comunidades autónomas ha resultado muy heterogénea, con once comunidades que han mantenido superávit y solo dos registrando un ligero deterioro sobre el cierre de 2023.

FIGURA 7 Déficit (-)/superávit (+) presupuestario de las CC.AA. españolas

Comunidades Autónomas	2023		2024		Variación		
	Millones Euros	% PIB	Millones Euros	% PIB	Millones Euros	%	p.p. PIB
Andalucía	-2.149	-1,07	1.581	0,74	3.730	-173,6	1,81
Aragón	-326	-0,70	131	0,36	457	-140,2	0,96
Asturias	85	0,30	258	0,86	173	203,5	0,56
Baleares	140	0,33	114	0,26	-26	-18,6	-0,07
Canarias	194	0,36	537	0,93	343	176,8	0,57
Cantabria	11	0,07	135	0,76	124	1.127,3	0,69
Castilla-La Mancha	-591	-1,10	76	0,13	667	-112,9	1,23
Castilla y León	-510	-0,72	23	0,03	533	-104,5	0,75
Cataluña	-3.875	-1,37	-1.227	-0,41	2.648	-68,3	0,96
Extremadura	-273	-1,10	420	1,59	693	-253,8	2,69
Galicia	-88	-0,11	202	0,25	290	-329,5	0,36
Comunidad de Madrid	-2.176	-0,74	-585	-0,19	1.591	-73,1	0,55
Región de Murcia	-908	-2,25	-478	-1,11	430	-47,4	1,14
Comunidad Foral de Navarra	235	0,94	259	0,97	24	10,2	0,03
La Rioja	-68	-0,64	-4	-0,04	64	-94,1	0,60
Comunidad Valenciana	-3.321	-2,38	-2.782	-1,88	539	-16,2	0,50
País Vasco	-106	-0,12	-585	-0,63	-479	451,9	-0,51
Total CC.AA.	-13.726	-0,92	-1.925	-0,12	11.801	-86,0	0,80

Fuente: Ministerio de Hacienda

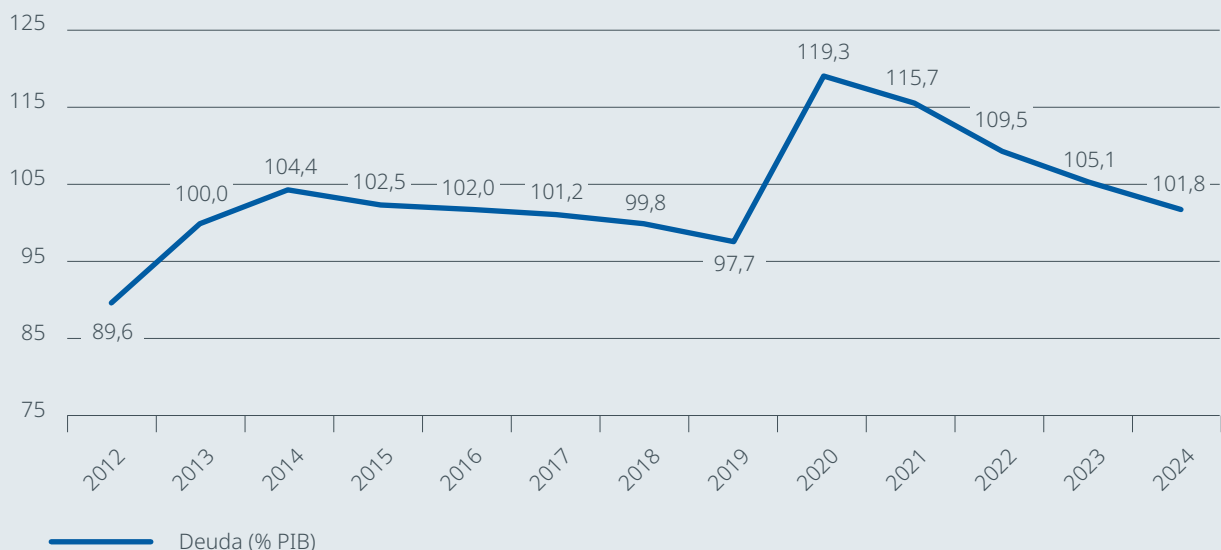
Las Corporaciones Locales en su conjunto vuelven a registrar un abultado saldo superavitario que asciende a más de cuatro décimas de PIB (6.642 millones de euros), tras el ligero déficit de 2023. Este resultado se debe a la combinación de un crecimiento de los ingresos no financieros del 7,8% i.a. con un discreto aumento del gasto no financiero, 0,6% i.a., que se sitúa muy por debajo del objetivo de la regla de gasto (2,6% i.a). La activación de las reglas fiscales tras la pandemia ha vuelto a poner de manifiesto el elevado grado de cumplimiento de los objetivos por parte de este subsector.

Estimamos que once CC. AA. cerrarán con superávit, equilibrio o déficits cercanos al equilibrio en 2025. Respecto al ejercicio anterior, no obstante, en todas las CC. AA. de régimen común se espera un deterioro del saldo condicionado por una evolución tendencial de los empleos acompañada de un crecimiento moderado de los recursos del sistema de financiación y los procedentes de fondos europeos ajenos al PRTR.

Retos para la sostenibilidad de las finanzas públicas

Nuestro escenario base contempla una nueva reducción del ratio deuda/PIB de un punto para 2025, situándola en el 100,8% frente al 101,8% de cierre de 2024 (Figura 8), donde el ratio se redujo en 3,3 puntos en el año, con un incremento respecto al nivel previo a la pandemia de 4,2 puntos; nuestra previsión estaría en línea con las proyecciones presentadas por el Gobierno en el PFEMP, así como por la Comisión Europea y el FMI, que estiman descensos de 1,1 puntos, 1 punto y 1,6 puntos respectivamente. Aunque el déficit público continuará contribuyendo al aumento de la deuda, su impacto será más moderado que en años anteriores. Al mismo tiempo, la contribución del crecimiento económico a la reducción de la ratio de deuda será menor en este ejercicio, a lo que se sumará un previsible incremento del ajuste stock-flujo derivado de los préstamos europeos. Todo ello se traducirá en una desaceleración del ritmo de reducción de la deuda, que pasará de una caída de 3,3 puntos a tan solo 1 punto.

FIGURA 8 Evolución de la ratio deuda/PIB España 2012-2024 (%PIB)



Fuente: Banco de España

La reducción acumulada desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (124,2%) es de 22,4 puntos. En 2024 la deuda pública ha aumentado 45.224 millones de euros hasta alcanzar los 1,62 billones, lo que supone una tasa de crecimiento interanual del 2,9%. Este ritmo de crecimiento ha sido notablemente inferior al 6,2% de crecimiento del PIB nominal, denominador de la ratio.

El ritmo de reducción de la ratio se ha ido desacelerando en línea con una evolución del PIB nominal más moderada. El crecimiento económico ha sido el principal impulsor de la disminución de la ratio tras el incremento inicial de la pandemia. En el periodo 2020-2024 la aportación del crecimiento a la reducción de la ratio de deuda ha sido de 37 puntos porcentuales de PIB. Un déficit público con una tendencia decreciente, a pesar del ligero repunte de la carga financiera, ha ayudado a consolidar esta reducción.

La deuda autonómica en el punto de mira tras la propuesta de condonación

La deuda regional, en conjunto, supera los 335 mil millones de euros (+10.736 en el año). En términos relativos, la ratio deuda/PIB se reduce en 0,6 p.p. por el fuerte crecimiento nominal, hasta situarse en el 21,1% sobre PIB. Este comportamiento es común en todas las regiones excepto en Murcia (+1,4 p.p.), destacando, por mayor intensidad en la caída, Cantabria (-1,7 p.p.), Navarra (-1,5 p.p.) y Asturias (-1,5 p.p.).

En lo que respecta a las comunidades autónomas y bajo un escenario normativo, **prevemos que las CC.AA. reducirán su nivel de endeudamiento en 1,3 puntos en 2025, alcanzado el 19,8% del PIB.** El escenario normativo planteado no contempla efecto alguno de la condonación de deuda autonómica que ha sido anunciada, por entender que, en todo caso, no tendría repercusión en 2025. En todo caso y dada su trascendencia, en la siguiente sección analizaremos en detalle la propuesta de condonación de deuda y sus implicaciones.

La reducción en la ratio de deuda de las CC.AA. para 2025 se debe a la generación en 2024, en varias regiones, de superávits y excesos de financiación por encima de lo previsto inicialmente. Esta previsión está condicionada por la estimación de los excesos de financiación de ejercicios anteriores pendientes de aplicar y por el supuesto de un cumplimiento estricto de la normativa, que implicaría que en 2025 los superávits no aplicados y los excesos de financiación pendientes de ejercicios anteriores deberían utilizarse para reducir el endeudamiento neto, y no contempla efecto alguno por la condonación de deuda autonómica que ha sido anunciada. Estos factores positivos se compensan solo en una pequeña parte por el déficit previsto para 2025 (0,4% del PIB) y por el efecto sobre la deuda de la financiación de los gastos de la DANA de 2024 y 2025, de hasta algo más de una décima de PIB.

Cinco CC.AA. tendrían en 2025 una ratio de deuda sobre PIB inferior al 13%, en tanto que dos seguirían situadas por encima del 30%. De este modo, en cinco CC.AA. (Navarra, Canarias, País Vasco, Madrid y Asturias), la deuda se situaría por debajo del 13% del PIB, siempre bajo los supuestos de aplicación de superávits y excesos de financiación procedentes de ejercicios anteriores. Otras dos comunidades (Comunidad Valenciana y Región de Murcia), por el contrario, mantendría una ratio de deuda por encima del 30%. Respecto del informe anterior, abandonarían este grupo Cataluña y Castilla – La Mancha, al situar su deuda ligeramente por debajo del 30% de su PIB regional.

Los mecanismos de financiación incrementan su peso en la composición de la deuda del conjunto de CC.AA. De acuerdo con los datos a diciembre de 2024 del Banco de España, los mecanismos de financiación del Estado seguirían siendo la principal fuente de financiación de las CC.AA. en su conjunto, si bien tres CC.AA. (Navarra, País Vasco y Madrid) no tendrían ninguna deuda por este recurso. Los mecanismos de financiación representarían el 63% de la deuda de las CC.AA., lo que supone un incremento de dos puntos porcentuales respecto de 2023. En cinco CC.AA. (Región de Murcia, Cantabria, Comunidad Valenciana, Cataluña y Castilla – La Mancha) los mecanismos suponen más del 80% de la deuda total de la administración autonómica.

Por lo tanto, **el Fondo de Financiación a CC.AA. se mantiene como el principal instrumento de financiación y aumenta su peso hasta el 62,8% desde el 60,9% del ejercicio anterior.** En términos de volumen, aumenta en 12.873 millones de euros en 2024, siendo el aumento del 4T más limitado (+2.202 millones de euros). No obstante, de materializarse la condonación, ese porcentaje se reduciría considerablemente, aunque seguiría manteniéndose como la principal fuente de financiación.

El saldo de préstamos con la banca nacional se redujo en el conjunto del año (-2.159 millones de euros), ya que existía un volumen relevante de amortizaciones que no se ha compensado con el nuevo crédito. A pesar de seguir siendo la principal fuente de financiación de aquellas regiones que se han financiado fuera del FFCA, representan únicamente el 15,4% sobre el total, 1,2 puntos porcentuales menos que a cierre de 2023. Los préstamos con no residentes continúan su tendencia a la baja, ya que la actividad con estas entidades se ha reducido de forma considerable en los últimos años.

Por último, el mercado de capitales ha adquirido algo más de dinamismo en 2024 respecto a 2023 (+15% i.a.), emitiéndose 4.528 millones de euros en bonos, aunque todavía lejos del máximo registrado en la última década (7.120 millones de euros en 2021). Este crecimiento ha permitido que este instrumento mantenga un peso por encima del 14% de la deuda total.

Como analizamos en la siguiente sección, **de producirse la condonación anunciada de 83.252 millones de euros, la deuda regional se reduciría hasta los 252.725 millones de euros.** Con los datos a cierre de 2024, la ratio global deuda/PIB experimentaría una reducción de 5,2 p.p. situándose en el 15,9%. Las comunidades con peor ratio (Valencia, Murcia y Cataluña) se reduciría en 7,6, 7,7 y 5,7 puntos porcentuales, respectivamente. Asimismo, Andalucía (-8,9 p.p.) y Castilla-La Mancha (-8,6 p.p.) son las comunidades que más disminuirían su ratio deuda/PIB, quedando ésta en 10,2% y 20,5%, respectivamente.

En términos de deuda sobre ingresos corrientes, el impacto en las regiones es heterogéneo. Mientras que en Murcia esta ratio se reduciría casi 56 p.p., en Cantabria únicamente supondría 27,4 p.p. No obstante, las comunidades con mayor nivel de endeudamiento continuarían manteniendo niveles elevado (Murcia seguiría teniendo una deuda del 171% sobre ingresos corrientes, Cataluña se quedaría en el 174% y Valencia seguiría por encima del 200%). Cabe recordar que las agencias de rating consideran que un nivel de deuda por encima del 175% sobre ingresos corrientes se considera una situación de sobreendeudamiento.

En cualquier caso, los riesgos a medio y largo plazo para la sostenibilidad de las finanzas públicas siguen siendo preocupantes. La AIReF proyecta una evolución de la ratio de deuda sobre el PIB desfavorable en el medio y largo plazo. A partir de las proyecciones de crecimiento, de las variables fiscales y los tipos de interés a medio y largo plazo, **la AIReF proyecta una ratio de deuda creciente tras un periodo inicial de cierta estabilización, alcanzando el 181% del PIB en 2070.** El previsible aumento del gasto en pensiones, gasto sanitario y en cuidados de larga duración como consecuencia del envejecimiento de la población es uno de los principales desafíos para la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo. Un mayor gasto estructural que no sea cubierto con ingresos adicionales conllevará un incremento muy significativo del endeudamiento desde unos niveles históricamente ya muy elevados. El elevado stock de deuda generará una carga financiera que irá acelerándose aun considerando unos tipos de financiación contenidos.

Implicaciones de la propuesta de condonación parcial de la deuda de las Comunidades Autónomas en régimen común

Tras la reunión del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) del pasado 26 de febrero, el Gobierno español ha presentado una propuesta de acuerdo sobre la deuda pendiente **(83.252 millones de euros)** de las comunidades autónomas bajo el régimen común² que el Estado ha ofrecido asumir, así como los criterios de distribución de los importes correspondientes a cada una de ellas. El objetivo es reforzar la independencia financiera de las comunidades autónomas mediante la reducción de su nivel de endeudamiento y facilitar su capacidad de obtener financiación a través de los mercados financieros.

El mensaje inicial de una posible condonación de deuda para las comunidades autónomas surgió del acuerdo del PSOE con ERC para la investidura del actual presidente del Gobierno tras las elecciones de julio de 2023. Esto incluyó la condonación parcial de la deuda de la Generalitat con el Estado, con un recorte de 15 billones de euros que representa alrededor del 20% de la deuda financiera total de Cataluña, lo que implica un alivio de la deuda de 1.980 euros per cápita ajustados. El acuerdo preveía la generalización de dichas reducciones al resto de regiones del régimen común.

Los citados 83.252 millones de euros se repartirán entre las comunidades autónomas **a través de un complicado procedimiento en varias fases**. En primer lugar, el 75% de los recursos disponibles (60.233 millones de euros) se distribuirán por población ajustada. Luego, el 25% restante se distribuirá en tramos que dan prioridad, respectivamente, a las comunidades con mayor deuda per cápita ajustada, luego a aquellas con deuda per cápita ajustada por debajo del promedio y, finalmente, a aquellas que, en promedio, han hecho uso de su capacidad normativa para aumentar el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). Un problema importante con el procedimiento es que **la prima asignada a las regiones infrafinanciadas no refleja necesariamente la infrafinanciación acumulada**.

Como se muestra en la Figura 9, un grupo de **cinco regiones recibiría el mayor importe de condonación de deuda per cápita ajustado** (Valencia, Andalucía, Cataluña, Murcia y Baleares) y otras seis regiones registrarían el **menor importe ajustado per cápita** (Asturias, Castilla y León, Galicia, Madrid, Cantabria y Rioja).

2 El País Vasco y Navarra no están incluidos en el plan de alivio de la deuda del Gobierno central porque se encuentran bajo un marco institucional diferente al de otras regiones de régimen común.

FIGURA 9 Condonación de deuda per-capita ajustada (EUR)

CC.AA.	Condonación per-capita ajustada (euros)
VAL	2.284
MUR	2.284
CLM	2.284
AND	2.284
CAT	2.284
BAL	1.551
ARA	1.505
AST	1.498
CAN	1.369
CNT	1.369
CYL	1.369
EXT	1.369
GAL	1.369
RIO	1.369
MAD	1.369

Fuente: Ministerio de Hacienda

Impacto en las carteras de deuda regional

El impacto en las ratios de endeudamiento de las comunidades autónomas será desigual, como puede observarse en la Figura 10. Cabe destacar las siguientes conclusiones:

- **Hay cinco Comunidades Autónomas** (Madrid, Galicia, Castilla y León, Canarias y Asturias) que no tendrían un saldo suficiente con el FFCA, y la condonación se llevaría a cabo, ya sea total o parcialmente, mediante la amortización de deudas con terceros acreedores, aunque este punto no está del todo claro a día de hoy. Los préstamos bancarios generalmente no incurren en penalizaciones por cancelación, pero las emisiones de bonos a menudo tienen penalizaciones si se cancelan antes del vencimiento.
- En términos de PIB, **la mayor reducción de la deuda se verá en Andalucía**. Esta ratio se reduciría en 9pp frente a los 2,8pp de la Comunidad de Madrid. En cualquier caso, junto a estas dos comunidades autónomas, Galicia, Canarias, Asturias y La Rioja se mantendrían por debajo de la referencia del 13% fijada por la Ley de Estabilidad. Destaca la región insular, que se quedaría con una deuda de apenas el 5,7% del PIB.
- En cuanto a **la deuda sobre ingresos corrientes**, mientras que en Murcia esta ratio se reduciría en casi 56 pp, en Cantabria solo bajaría en 27,4 pp. Sin embargo, Murcia seguiría teniendo una deuda del 159% de sus ingresos actuales, Cataluña se quedaría en el 174% y Valencia por encima del 200%. Cabe recordar que, para las agencias calificadoras, un nivel de endeudamiento superior al 175% se considera sobreendeudamiento.

FIGURA 10 Impacto de la condonación en las carteras de deuda autonómica

CC.AA.	Deuda a 3T24	Condonación de deuda	Deuda total después de Condonación	Condonación vía FFCA	Condonación por medidas extraordinarias	Ratio Deuda/PIB	Ratio Deuda/PIB después de Condonación	Cambio en ratio deuda/PIB	Ratio Deuda/IC	Ratio Deuda/IC post-Condonación	Cambio en ratio Deuda/IC
AND	39.842	18.791	21.051	18.791	-	19,0%	10,0%	-9,0%	103,8%	54,8%	-49,0%
CAT	88.917	17.104	71.813	17.104	-	30,1%	24,3%	-5,8%	215,5%	174,0%	-41,4%
CVA	59.498	11.210	48.288	11.210	-	40,8%	33,1%	-7,7%	275,6%	223,7%	-51,9%
MAD	36.915	8.644	28.271	-	8.644	12,0%	9,2%	-2,8%	141,0%	108,0%	-33,0%
CLM	16.473	4.927	11.546	4.927	-	29,2%	20,5%	-8,7%	172,9%	121,2%	-51,7%
GAL	12.154	4.010	8.144	2.089	1.921	15,0%	10,1%	-4,9%	97,7%	65,5%	-32,2%
CYL	14.006	3.643	10.363	1.774	1.869	18,9%	14,0%	-4,9%	118,7%	87,8%	-30,9%
MUR	12.802	3.318	9.484	3.318	-	30,3%	22,4%	-7,9%	215,0%	159,3%	-55,7%
CAN	6.467	3.259	3.208	1.286	1.973	11,4%	5,7%	-5,7%	64,2%	31,9%	-32,4%
ARA	9.365	2.124	7.241	2.124	-	19,2%	14,8%	-4,4%	142,1%	109,9%	-32,2%
BAL	8.661	1.741	6.920	1.741	-	19,7%	15,7%	-4,0%	154,6%	123,6%	-31,1%
EXT	5.453	1.718	3.735	1.718	-	20,9%	14,3%	-6,6%	90,5%	62,0%	-28,5%
AST	4.096	1.508	2.588	586	922	13,8%	8,7%	-5,1%	80,4%	50,8%	-29,6%
CNT	3.248	809	2.439	809	-	18,5%	13,9%	-4,6%	109,9%	82,5%	-27,4%
RIO	1.632	448	1.184	448	-	14,7%	10,7%	-4,0%	102,7%	74,5%	-28,2%
TOTAL	319.528	83.252	236.274	67.925	15.327	22,1%	16,3%	-5,8%	155,8%	115,2%	-40,6%

Fuente: AIREF

Nuestra opinión: una decisión que sigue arrojando más dudas que certezas en caso de perdón incondicional

Una vez aprobada la propuesta del Ministerio de Hacienda por el CPFF el pasado 26 de febrero, que solo contaba con el apoyo de una comunidad autónoma (Asturias y Castilla-La Mancha la aprobó), se puso en marcha el proceso legislativo. Para ello será necesario tanto **la modificación de la Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA)**, que no contempla mecanismos de condonación de deudas de forma unilateral, como el apoyo de la mayoría en el Parlamento donde la propuesta legislativa será presentada, **previsiblemente a finales de año**, por estimación del propio ministro de Hacienda.

En definitiva, **creemos que el objetivo final de este proceso debe ser la vuelta a la financiación en los mercados financieros**. De este modo, los mecanismos estatales deben seguir siendo solo una vía de acceso para aquellas comunidades autónomas que, incluso después de este proceso, pueden no tener plena autonomía en los mercados financieros en las condiciones financieras establecidas en la Resolución de Prudencia Financiera, aunque **esta condicionalidad, que consideramos necesaria, aún no aparece en la propuesta inicial del Ministerio votada por el CPFF**.

En el caso de que no se incluya esta condicionalidad, y teniendo en cuenta que la reforma del sistema de financiación (SFA) se sigue retrasando en el tiempo, cuando lo ideal sería que se produjera en

paralelo al procedimiento de condonación de deuda, es solo cuestión de tiempo que veamos una situación de **sobreendeudamiento** en algunas comunidades autónomas españolas. Además, **la condonación de la deuda que se propone no es suficiente para acabar con la provisionalidad permanente de estos mecanismos que nacieron como medidas extraordinarias y solo después se convirtieron en permanentes**. En nuestra opinión, la reforma de los mecanismos extraordinarios de financiación debía ir de la mano de la reforma del sistema de financiación autonómico y de la garantía del cumplimiento de las reglas fiscales pertinentes.

La ausencia de cualquier condicionalidad asociada a la condonación, además del evidente **“riesgo moral”**, crea un incentivo negativo para que las comunidades autónomas cumplan sus objetivos fiscales y de estabilidad de la deuda en el futuro si perciben que, al cabo de unos años, el Estado volverá a asumir parte de su deuda financiera y que el cumplimiento de los principios de estabilidad presupuestaria no va asociado a ninguna recompensa.

Ello podría derivar a largo plazo en un incremento estructural del coste de financiación para el Estado si los inversores asumen una **situación estructural de sobreendeudamiento del conjunto de las comunidades autónomas**, derivada del cuestionamiento de su capacidad para gestionar su deuda.

Además, la justificación de esta propuesta como **compensación a posteriori de los efectos adversos de un shock financiero la convierte en un seguro gratuito contra el riesgo cíclico a la baja** que eliminará cualquier tentación que puedan tener las regiones para cumplir sus objetivos fiscales y de deuda en tiempos de bonanza, así como aumentar el gasto público. Por lo tanto, no tiene sentido condonar la deuda si no se garantiza que ésta no se seguirá acumulando en el futuro por encima de lo que permiten las reglas fiscales.

En cuanto a las posibles acciones de las agencias de calificación, **S&P**, en una nota publicada el 26 de febrero, sostuvo que **no planean actuar en el corto plazo**, ya que **la propuesta del Ministerio de Hacienda aún no es legal y vinculante**, pero que las métricas crediticias de las comunidades autónomas se ajustarán a medida que haya más claridad sobre el calendario y el impacto final. En cualquier caso, si se implementan las medidas, el impacto será de neutro a positivo para las calificaciones de aquellas regiones que la agencia califique.

No obstante, S&P insiste en los mismos puntos críticos que ya hemos mencionado, en el sentido de que la medida presentada por el Ministerio de Hacienda se centra en la acumulación de déficits presupuestarios del pasado, pero que ante la falta de avances en un nuevo modelo de financiación de las comunidades autónomas, **la actual condonación de la deuda solo mejoraría temporalmente su situación y no evitaría la acumulación de nuevos déficits en el futuro**, además del riesgo moral en el que se incurriría al reducir los incentivos para que las comunidades autónomas acometan una gestión prudente desde el punto de vista financiero ante el precedente de que en el futuro se puedan producir nuevas condonaciones.

Del mismo modo, **Moody's también ve los aspectos positivos del alivio de la deuda**, ya que reducirá la carga de la deuda y los costos de interés de las regiones, lo que a su vez reducirá sus déficits presupuestarios, lo que es positivo para el crédito. Sin embargo, al igual que S&P, **la agencia no actuará hasta que la ley sea votada en el Parlamento y sea vinculante.**

Por otro lado, **a la agencia le preocupan los problemas de riesgo moral.** Si la cancelación de la deuda desalentara las políticas fiscales prudentes a nivel regional, esto pesaría sobre las finanzas del gobierno general y tendría un impacto adverso en la fortaleza fiscal del gobierno. Por este motivo, la agencia ve esta decisión como un crédito negativo para el soberano español.

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

Autora: Cristina Nogaledo Castaño

Mayo 2025