

4T 25: España: crecimiento al alza, próxima reforma de la financiación autonómica

Perspectivas Macro para España y las Finanzas
de sus Gobiernos Regionales

4T2025 RESUMEN EJECUTIVO



4T 25: España: crecimiento al alza, próxima reforma de la financiación autonómica

Resumen Ejecutivo

El contexto internacional: resiliencia y desafíos en la economía global

La economía mundial hace gala de una notable resiliencia gracias a una serie de factores, entre los que destacaríamos el estímulo fiscal, la IA, unas condiciones monetarias más laxas, un dólar más débil, unas exportaciones preventivas y unos aranceles efectivos inferiores a los nominales, a pesar de toda la incertidumbre asociada a la política arancelaria de Trump. En el conjunto del tercer trimestre, **los datos de las principales economías internacionales exhibieron cierta mejora**, lo que justifica que la OCDE haya revisado al alza, en 0,3 puntos porcentuales, su previsión de crecimiento mundial para 2025 hasta un 3,2%. Pese al apoyo fiscal, condiciones monetarias más laxas y el auge de la IA, la actividad se verá afectada por un mayor proteccionismo, los límites a la inmigración, la incertidumbre, las tensiones geopolíticas, etc. Aun así, los datos recientes sugieren que su impacto será más gradual de lo previsto.

Además, **persisten los riesgos para la economía global**, siendo las relaciones comerciales uno de los principales retos. Los acuerdos del verano establecieron las «reglas del juego» más o menos definidas y reducen significativamente el riesgo de los escenarios más adversos, pero la incertidumbre no se ha disipado y no pueden descartarse nuevos cambios de posición por parte de EE. UU., lo que explica que los índices de incertidumbre comercial sigan muy elevados.

La reciente cumbre del foro Asia-Pacífico (APEC), que incluía una reunión en Corea del Sur entre los presidentes de China y EE. UU, concluyó con **un acuerdo que incluye el retraso por un año de los nuevos controles de exportación sobre tierras raras y otros minerales críticos, establecidos en octubre por China**. También se acordó la reanudación de las compras de soja estadounidense y otros productos agrícolas a cambio de una reducción general de 10 p. p. en el arancel aplicado a las importaciones chinas.

Aun así, persiste una considerable incertidumbre respecto a cómo afectará el nuevo marco de relaciones comerciales a la configuración de las cadenas globales de valor y, en consecuencia, a la actividad económica de las distintas regiones geográficas.

Cabe resaltar que, en este entorno internacional complejo, **se siguen advirtiendo valoraciones elevadas de los activos financieros con riesgo en los mercados internacionales** - en particular en la renta variable de Estados Unidos y, especialmente, en el sector tecnológico -, de modo que una corrección abrupta de estas valoraciones podría endurecer las condiciones financieras y lastrar la actividad a escala global.

Si bien la política fiscal, unas condiciones monetarias menos restrictivas y el impulso del cambio tecnológico son factores de apoyo, **la actividad se verá limitada por el proteccionismo, las restricciones migratorias, la incertidumbre y las tensiones geopolíticas**. Los datos recientes apuntan a que el impacto negativo de los vientos en contra será más gradual de lo previsto hace tres meses. En Estados Unidos, mantenemos la previsión de un crecimiento del 1,7 % en 2025 (vs 2,4 % en 2024) y revisamos a la baja ligeramente hasta el 1,8 % en 2026. El PIB de la zona del euro aumentará un 1,3 % este año, más de lo esperado en julio debido al avance en el primer semestre, y un 1,0 % el próximo si el estímulo por el gasto en defensa compensa el efecto de la subida arancelaria.

La eurozona cierra un tercer trimestre con crecimientos, de nuevo, muy modestos y con gran disparidad por países. El PIB de la eurozona creció un 0,2% intertrimestral en el 3T, una décima más que en el trimestre anterior, lo que estaría en línea con una estimación de un crecimiento para 2025 del 1,3%. in embargo, **el dato agregado enmascara una gran divergencia por países.** Por un lado, Alemania e Italia se estancaron, después de caer un 0,2% y un 0,1% en el 2T, respectivamente. En cambio, Francia sorprendió positivamente al crecer un 0,5% intertrimestral, tras el 0,3% del 2T. Esta aparente fortaleza de Francia descansa en factores transitorios: unos pedidos de material aeronáutico impulsaron las exportaciones un 2,2% (0,3% anterior), haciendo que la demanda externa aportara 0,9 p. p. al crecimiento de la economía. El resultado del 3T pone de manifiesto la debilidad de fondo que sigue aquejando a la eurozona.

EE. UU. sigue sorprendiendo por su dinamismo, aunque se enfría el mercado de trabajo. La economía estadounidense sigue mostrando pocas evidencias de impacto de la subida de aranceles. Para empezar, la revisión final del PIB arroja un crecimiento para el 2T del 0,9% intertrimestral, frente al 0,8% inicialmente publicado, gracias a un consumo privado que sigue robusto (+0,6%), apoyado por una inversión en capital fijo muy dinámica (1,1%) ante el empuje de las mayores inversiones relacionadas con las nuevas tecnologías y la IA (equipos informáticos +2,8% y software un 6,1%). Además, los últimos datos también apuntan a un 3T vigoroso. De hecho, en agosto, el consumo privado siguió tirando (las ventas minoristas volvieron a subir un 0,6% intermensual) y la producción industrial mantuvo el tono. Con todo ello, los trackers de PIB de la Fed de Nueva York y la Fed de Atlanta sugieren que el PIB habría avanzado un 0,6%-0,9% intertrimestral en el 3T.

En este contexto de dinamismo económico, **la inflación sigue mostrando cierta resistencia a bajar:** en septiembre, la inflación general subió 0,3 p. p., hasta el 3%, mientras que la inflación subyacente repuntó 0,2 p. p., hasta el 3% interanual, misma cifra que la inflación general. A pesar de que estas cifras siguen por encima de la referencia del 2%, los datos sugieren un impacto modesto de los aranceles hasta el momento, posiblemente porque las empresas están absorbiendo buena parte del aumento de costes que estos inducen.

Sin embargo, **los últimos datos de mercado de trabajo empiezan a dar señales de agotamiento.** La revisión anual de la estadística arrojó casi 911.000 empleos menos en el período abril 2024-marzo 2025 de lo mostrado inicialmente, y en agosto apenas se crearon 22.000 empleos, frente a una media superior a 100.000 empleos en los cuatro primeros meses del año, y con una tasa de paro que sube hasta el 4,3 %, frente al 3,5 % de inicio de año. Los aranceles mantendrán la inflación de EE. UU. relativamente alta, cerca del 3 % en 2025-2026. No obstante, la desaceleración del crecimiento, unida al enfriamiento gradual del mercado laboral y con una inflación que refleja el repunte temporal de los precios por los aranceles, pero sin presiones inflacionistas amplias, **permitirá a la Fed bajar los tipos de interés hasta el 3% en 2026.**

China mantiene la debilidad de la demanda interna. Las ventas minoristas crecieron un 3,4% interanual, frente al 5,4% de media del segundo trimestre (2T). Esta pérdida de impulso se prolongará en los próximos meses: el gasto de las familias se verá lastrado por el agotamiento del efecto de los incentivos fiscales, que habían estimulado la compra de bienes duraderos a comienzos de año. Persisten, por lo tanto, las perspectivas de desaceleración en la economía china, donde estimamos un crecimiento del PIB del 4,8% en 2025 y del 4,5% en 2026.

Por último, **aumentan los riesgos de escenarios más negativos en un entorno de alta incertidumbre, choques recurrentes, menor cooperación global y posibles disrupciones.** Junto con las políticas comerciales y migratorias, las amenazas a la autonomía de la Fed están entre las mayores preocupaciones.

La economía española: dinamismo en un entorno frágil

La economía española ha sorprendido positivamente en la primera mitad de 2025. El PIB creció un 0,6 % en el 1T y aceleró hasta el 0,8 % en el 2T, superando las previsiones iniciales del 0,5 %, que se sustenta fundamentalmente en la demanda interna y, sobre todo, en el consumo privado y la inversión. Todo esto, además, ocurrió en un entorno en el que la economía de la eurozona volvía a dar señales de enfriamiento.

En nuestra opinión, **se ha configurado un entorno europeo post COVID y post guerra de Ucrania donde hay todo un conjunto de elementos que favorecen a la economía española** y que además hacen que determinadas políticas por las que ha apostado España durante cierto tiempo sean palancas de crecimiento mayor. Ha habido un cambio de preferencias en los europeos hacia el ocio. Y una economía que produce más servicios de ocio y de turismo se beneficia a costa de economías que producen otro tipo de cosas en mayor medida. Además, la inmigración es un elemento que hace que lo que en otros países está siendo un importante cuello de botella en el mercado de trabajo por falta de trabajadores se convierta en un limitador del crecimiento; **en España no lo está siendo.**

Destacaríamos que **el crecimiento ha sido equilibrado y saludable,** impulsado tanto por la inversión como por el consumo privado, gracias, entre otros factores, a una sólida situación financiera de familias y empresas, unas condiciones de financiación favorables, la normalización de la inflación y

la fortaleza del mercado laboral. Este buen desempeño cobra aún más relevancia si consideramos el contexto internacional, marcado por el aumento de las tensiones comerciales con EE. UU. y la incertidumbre asociada.

Tras unos años bajo el liderazgo de la demanda externa, el momento en el que se produce el relevo es especialmente propicio. La normalización de los tipos de interés por parte del BCE, una posición financiera del sector privado globalmente saneada y el crecimiento de la población actúan, y previsiblemente seguirán actuando, como puntos de apoyo.

Los datos provisionales de crecimiento del 3T confirman que la actividad económica mantiene un buen ritmo, con un crecimiento del 0,6% intertrimestral (2,8% interanual). En cuanto al desglose del crecimiento en el 3T por componente, la demanda interna aportó 3,7 p. p. al crecimiento interanual del PIB (0,2 p. p. más que en el trimestre anterior), mientras que la demanda externa restó 0,8 p. p. (contribución negativa de 0,5 p. p. en el 2T). Aunque el crecimiento del empleo es algo más moderado que en el trimestre anterior (dos décimas inferior), sigue siendo significativo. La ausencia de una desaceleración más intensa se explica por el mejor comportamiento relativo de las exportaciones, particularmente las de bienes, y el sólido avance de la demanda interna. Aunque las ventas de bienes a Estados Unidos (EE.UU.) se han resentido por el aumento de los aranceles y una apreciación del euro frente al dólar superior a la prevista, las realizadas al resto del mundo continúan aumentando. Además, la firma del acuerdo entre la Unión Europea (UE) y la economía americana reduce la incertidumbre para las empresas y familias afectadas.

Todo apunta a que la economía española mantendrá un ritmo de crecimiento dinámico en los próximos trimestres, apoyada en la reducción de los tipos de interés por parte del BCE, un precio de la energía en cotas moderadas y el mantenimiento de unos flujos de inmigración relativamente elevados. En este contexto, el consumo privado y la inversión probablemente se consolidarán como los motores del crecimiento.

La resiliencia de la economía española sigue sorprendiendo

En los últimos trimestres, la resiliencia de la economía española ante el contexto internacional adverso ha sorprendido positivamente. Además, el INE ha revisado al alza el perfil de crecimiento de los últimos años¹ y, especialmente, el de los últimos trimestres. **Todo ello nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento de este año, del 2,3% previsto en nuestro informe anterior de septiembre, al 2,9%.** Para 2026, seguimos esperando cierta desaceleración en el ritmo de crecimiento, pero revisamos la previsión en 0,6 p. p. al alza, hasta el 2,3%. El impacto estimado de los fondos del programa NGEU en la economía española se situará en un rango acumulado de entre 5,5 pp y 6,4 pp del PIB hasta 2028.

(1) El INE ha elevado en tres décimas el crecimiento de la economía española en 2024, del 3,2% al 3,5%.

La revisión al alza de nuestras estimaciones refleja la resiliencia ante el aumento de los aranceles, la reducción de la incertidumbre sobre la política arancelaria y un mayor impacto de los fondos NGEU. También influye la revisión de la serie histórica hecha por el INE. Esto se da a pesar del aumento reciente en el coste de la electricidad, la depreciación del tipo de cambio y el impacto de los incendios. De cumplirse este pronóstico, la economía española habrá crecido a un ritmo promedio del 3 % desde que recuperó los niveles previos a la pandemia, en 2022.

A partir de 2026 se proyecta una desaceleración gradual del crecimiento hasta un 1,5% en 2030, a medida que desaparece el impulso asociado al PRTR y se moderan los flujos migratorios. El menor dinamismo del comercio mundial que proyectan la mayoría de las instituciones internacionales contribuye también a explicar este perfil.

En concreto, **entre 2022 y 2024, el crecimiento de la economía española se apoyó principalmente en el sector exterior, en especial en el turismo, y en menor medida en los servicios no turísticos, el consumo público y el aumento de la población por la inmigración**. La población encadena tres años consecutivos creciendo al 1,0% anual. Como referencia, entre los años 2015 y 2019, el crecimiento fue del 0,3% en promedio. El crecimiento de la población se debe, sobre todo, al aumento de la población extranjera y con doble nacionalidad.

Con los nuevos datos del INE de 2024, **la demanda interna se sitúa un 9 % por encima del nivel del 4T 2019**, frente al 8,3 % estimado anteriormente, impulsada principalmente por la inversión, que se encuentra ahora un 11,4 % por encima del nivel prepandemia, en lugar de un 6,8 %. Esto es fruto de la fuerte revisión de la inversión en construcción no residencial, que pasa de estar un 0,5 % por debajo a un 9,4 % por encima. Esto puede ser indicativo de que los fondos ligados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) están teniendo un impacto mayor del que se venía estimando. En la medida en que esto se traduzca en aumentos en la capacidad productiva o que pueda adelantar mejoras en la productividad, la recuperación puede seguir mostrando tasas de crecimiento elevadas.

En 2025, **las fuentes de crecimiento han comenzado a orientarse hacia la demanda interna, una tendencia que se espera que continúe en 2026**. La inflación y los tipos de interés caen, lo que permitirá recuperar poder adquisitivo y acceder a financiación en términos más atractivos. La aceleración de los fondos NGEU y el mayor gasto en defensa también impulsarán el gasto.

Hay que resaltar el dinamismo que presenta la inversión, particularmente después de la actualización de las series del INE. La inversión presenta un ritmo de crecimiento dinámico, del 5,1 % interanual en el 2T de 2025. La resiliencia de la inversión ante el incierto contexto internacional es remarcable. Seguramente, esta es una de las piezas clave para que la economía española pueda seguir creciendo de forma dinámica y equilibrada en los próximos años. Si la población sigue creciendo, la productividad laboral no afloja y el ciclo inversor se consolida, la economía española seguirá sorprendiendo positivamente.

A pesar de las buenas perspectivas, **se espera que el crecimiento en 2025 y 2026 siga una senda de moderación conforme algunos de los factores favorables de los últimos años pierdan fuerza.** Destacan la normalización del crecimiento turístico, el menor impulso del consumo público y una moderación en los flujos de población previstos. A ello se le suma la debilidad persistente de la economía europea y el aumento de los aranceles entre EE.UU. y la UE. Como contrapeso, el sector de la construcción podría compensar parcialmente la ralentización del turismo.

El cumplimiento de las reglas fiscales exigirá un notable esfuerzo de control del crecimiento del gasto público y un ajuste estructural promedio anual de 0,4 pp del PIB durante el próximo quinquenio. Todo ello, en un entorno de necesidades crecientes de gasto vinculadas, entre otras, al envejecimiento -se espera un incremento de más de 5 p.p. del PIB hasta 2070-; a la defensa; o a la inversión, que se encuentra en mínimos históricos. Junto a ello, la reforma del sistema de financiación autonómica y el compromiso de condonación de parte de la deuda suponen un reto para las finanzas públicas.

Por lo tanto, **el escenario de expansión de la actividad continuará soportado por la aportación positiva, aunque menguante, de las exportaciones de servicios, y la sólida recuperación de la demanda interna.**

Las presiones inflacionistas están contenidas. Según el indicador adelantado del IPC, la inflación general subió 7 décimas en octubre hasta situarse en el 3,1%, la tasa más alta desde junio del año pasado, pero esto fue debido a un efecto base en los carburantes y la electricidad, ya que sus precios bajaron menos que en septiembre de 2024; de hecho, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos no elaborados, subió solo 2 décimas hasta el 2,5%. En 2026, **se prevé que la inflación continúe moderándose y alcance el 2,0 % de media anual, tras una previsión de cierre en el 2,5 % para 2025.**

Por otro lado, los datos publicados hasta ahora muestran un **notable aumento del empleo**, del 2,7% interanual, según la EPA del segundo trimestre. En 2025, se prevé que la creación de empleo se mantenga dinámica, alrededor del 2,5% este año. Para 2026, se espera cierta moderación, aunque el crecimiento seguirá siendo elevado: el empleo aumentaría un 2%, frente al 1,6% previsto anteriormente. Así, también se ha mejorado la previsión de la tasa de paro, que pasaría del 11,3% en 2024 al 10,4% en 2025, y se espera que, por primera vez desde 2007, baje de los dos dígitos en 2026, situándose en el 9,7%.

Por el lado del sector inmobiliario, **el mercado residencial atraviesa una fase expansiva**, impulsada por la bajada de los tipos de interés, el buen momento económico, la mejora del poder adquisitivo, el crecimiento demográfico y la fuerte demanda de compradores extranjeros.

Una de las pocas cifras negativas de la economía española en 2025 es que **el déficit comercial aumenta con fuerza en la primera mitad del año.** A diferencia del sector inmobiliario, el contexto actual no favorece al sector exterior. El tirón de la demanda interna impulsa el crecimiento de las importaciones. A ello se suma la incertidumbre comercial y la debilidad de la eurozona, que afectan

negativamente a las exportaciones. En el primer semestre, las exportaciones de bienes han crecido un 1,0% interanual, pero el avance de las importaciones, del 5,4%, ha llevado a un déficit de 25.113 millones de euros en el primer semestre de 2025, un registro que supera ampliamente al del mismo período del año pasado (-15.822 millones).

Los riesgos que rodean el escenario son múltiples. Entre los riesgos al alza destacan la posibilidad de que el consumo y la inversión crezcan más de lo previsto, especialmente si la incertidumbre se reduce más rápidamente de lo esperado y los hogares y las empresas normalizan también más rápidamente los niveles de ahorro. Los fondos NGEU también podrían tener un mayor impacto o la inversión residencial podría repuntar con más fuerza de lo previsto.

Sin embargo, **los principales riesgos siguen siendo a la baja y de carácter geopolítico.** Aunque la incertidumbre por la guerra comercial entre EE. UU. y la UE ha disminuido, no pueden descartarse nuevos episodios de tensión. Además, la caída del Gobierno en Francia y las dudas sobre la sostenibilidad de su deuda han aumentado los riesgos sobre la estabilidad financiera. Además, una escalada del conflicto en Oriente Medio podría provocar un fuerte aumento en los precios del petróleo.

Las políticas económicas de Estados Unidos siguen siendo una fuente de inestabilidad, junto con la incertidumbre alrededor de la sostenibilidad del avance en algunos sectores clave y los obstáculos al crecimiento de la inversión, la fuerza de trabajo y la productividad. El impacto del aumento de los aranceles sobre el comercio con EE. UU. ha sido negativo, en línea con lo esperado y no se puede descartar que continúe siéndolo en el futuro, a pesar del acuerdo firmado. Esto, debido a la volatilidad que ha mostrado la política económica en el país estadounidense y a que se pueden ir agotando algunos de los factores que permitieron atenuar los efectos durante los primeros trimestres.

A ello se suma **la incidencia que la apreciación del euro frente al dólar tiene en los exportadores y la consecuente pérdida de competitividad.** Además, a pesar de la revisión al alza, el crecimiento previsto del PIB en la eurozona continúa siendo relativamente bajo y limita el incremento de las ventas de bienes al exterior. Relacionado con lo anterior, el avance del turismo extranjero empieza a mostrar signos de agotamiento debido, en parte, a la contención de la demanda europea. Las ganancias de competitividad como consecuencia de la inversión en energías renovables pueden ralentizarse en un entorno de elevada incertidumbre regulatoria y aumento de los costes. El sector del automóvil, por su parte, enfrenta la presión de los cambios en las preferencias de los hogares, la falta de infraestructuras que faciliten la transición hacia el vehículo eléctrico y el aumento de la competencia externa.

Por otro lado, **la falta de vivienda asequible supone un cuello de botella para mejorar el bienestar de la población más joven y para atraer capital humano.** La escasez de mano de obra en algunos sectores y regiones, junto con la atonía de la productividad laboral, lastiman la capacidad de crecimiento hacia adelante. Por último, la reducción del déficit público durante los próximos años será contingente en la implementación de medidas estructurales conforme se agote el impacto del ciclo en dicho desequilibrio. La fragmentación política y la falta de consenso continúan afectando negativamente a la actividad.

Retos de la economía española

Para consolidar el actual ciclo expansivo, **es fundamental que el crecimiento de la actividad sea sostenible, que no se generen nuevos desequilibrios y que se corrijan los existentes.** En este sentido, uno de los principales retos de la economía española se encuentra en el sector inmobiliario.

La demanda de vivienda ha crecido con fuerza en los últimos años, así lo atestigua el aumento de los hogares y de las compraventas de viviendas. En cambio, la oferta de vivienda está reaccionando lentamente y de forma insuficiente para cubrir tal demanda. La presión sobre los precios de la vivienda es el principal reflejo de este desajuste. El déficit de vivienda acumulado en los últimos años es superior a medio millón. Un desequilibrio de tal magnitud costará corregirlo y, por tanto, las presiones sobre los precios probablemente se mantendrán elevadas a corto plazo. Es urgente reaccionar con determinación y acierto para frenar este desajuste y empezar a corregirlo cuanto antes.

Un segundo frente al que hay que dedicar especial atención son las cuentas públicas. La deuda pública española se ha corregido de forma gradual pero sostenida en los últimos años. Todo apunta a que, finalmente, **este año el déficit se situará por debajo del 3%.** Un hito que reforzará este proceso y ayudará a diferenciar la situación de la economía española de la de otras economías, actualmente en el punto de mira de los inversores, como EE. UU. y Francia. Ambas presentan un déficit público superior al 6%, y hay serias dudas sobre su capacidad para dar la vuelta a esta situación. La amenaza de un repunte de las primas de riesgo soberanas vuelve a planear en los mercados financieros, y cuando esto sucede, a muchos inversores les cuesta diferenciar entre economías. No hace falta ir muy atrás en el tiempo para tener buenos ejemplos de ello. En este contexto, **es importante aprovechar el buen momento de la economía para reforzar el compromiso con el ajuste de las cuentas públicas españolas** y ofrecer la máxima visibilidad y credibilidad posible sobre la evolución de los ingresos y los gastos a corto y medio plazo.

Otro de los problemas estructurales de la economía española es **la escasa rentabilidad de las empresas españolas respecto a otras economías europeas.** Esta menor rentabilidad está asociada al ya conocido diferencial de productividad, debida a múltiples factores, que limita el proceso de convergencia de la economía española con los países más ricos de la eurozona.

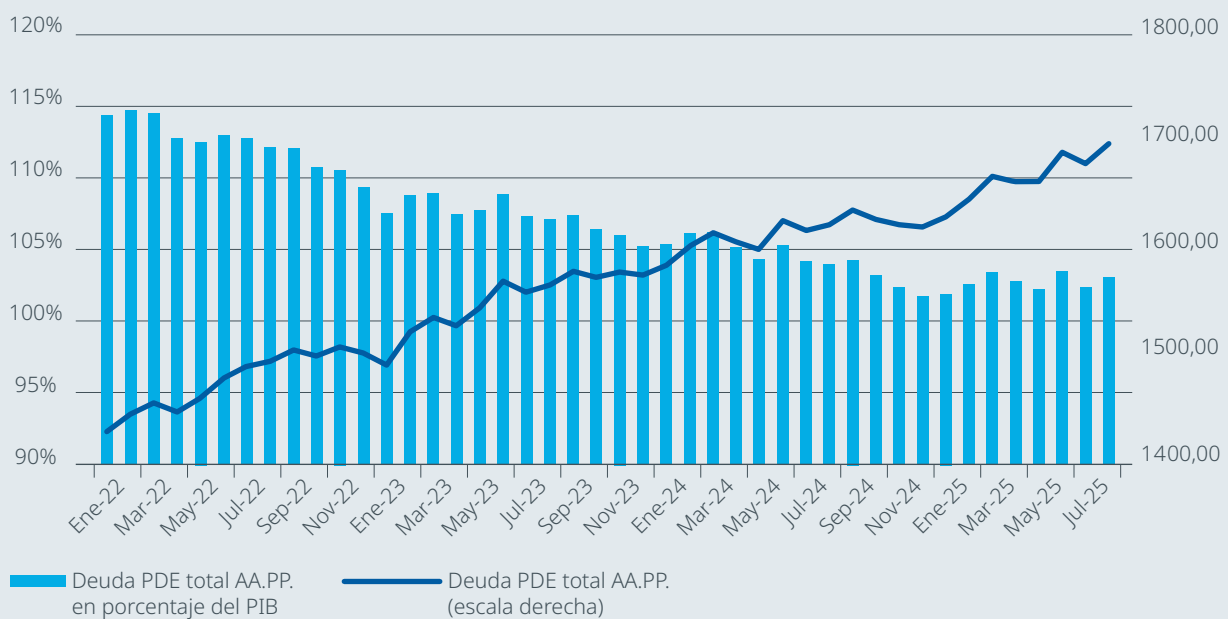
Finalmente, **también hay que prestar especial atención al sector exportador.** Gran parte del éxito reciente de la economía española se sustenta en la apertura comercial de su tejido productivo. Ante el colapso de la demanda interna ocasionado por la crisis financiera, hace ya casi dos décadas, muchas empresas se esforzaron por abrirse paso en el mercado internacional. Así se salvaron muchos empleos y, con el paso de los años, también se crearon muchos más. La apertura internacional también ha servido como catalizador de la mejora de la productividad en muchos sectores y, a nivel macroeconómico, ha permitido mantener un amplio superávit comercial que ha ayudado a reducir el elevado endeudamiento exterior.

La ratio deuda pública/PIB sigue cayendo, pero a un ritmo más moderado

Deuda PDE de las Administraciones Públicas

Con los datos de avance disponibles², la ratio de la deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)³ en relación al Producto Interior Bruto (PIB) nominal se situó en el 103% en agosto de 2025, lo que supone un descenso de 0,9 pp respecto a hace un año. En términos absolutos, el saldo de deuda ascendió a 1.699 miles de millones (mm) de euros en agosto de 2025, con una tasa de crecimiento interanual del 4,7%

FIGURA 1 Deuda PDE de las Administraciones Públicas



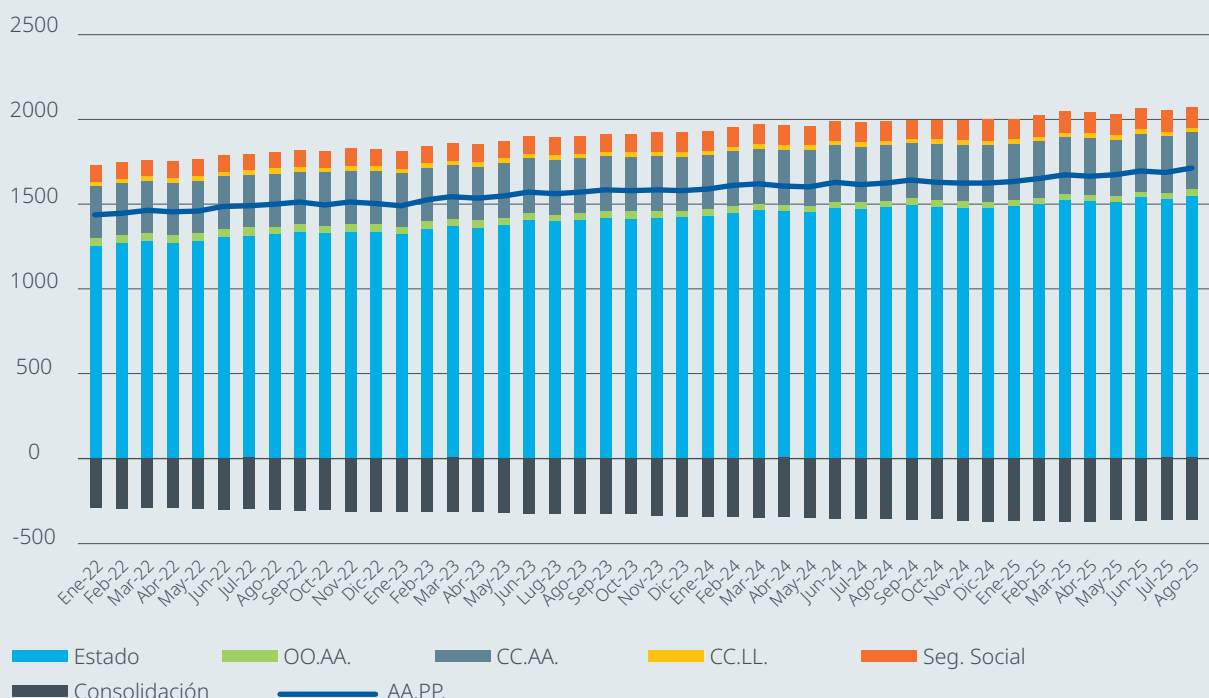
Fuente: Banco de España

Deuda PDE por subsectores

El saldo de la deuda del Estado se situó en 1.546 mm de euros, con un incremento interanual del 4,9%, lo que supone un 93,7% del PIB. Para las Otras Unidades de la Administración Central, el saldo fue de 35 mm (2,1% del PIB), que representa una disminución del 8,1% respecto al mismo dato del año anterior. Por su parte, el saldo de deuda de las Administraciones de Seguridad Social se situó en 126 mm, un 8,6% más que un año antes y corresponde a un 7,6% del PIB.

Respecto a las administraciones territoriales, la deuda de las Comunidades Autónomas fue de 340 mm de euros en agosto de 2025, equivalente a un 20,6% del PIB, con una variación interanual del 1,9%, mientras que la deuda de las Corporaciones Locales se situó en 23 mm de euros en este mes (1,4% del PIB), importe un 1,5% inferior al registrado un año antes. Por otro lado, la consolidación en el conjunto de las Administraciones Públicas -es decir, la deuda en poder de los diferentes subsectores que componen dicho sector- fue de 371 mm de euros, un aumento del 2,2% respecto al año anterior, que representa un 22,5% del PIB.

FIGURA 2 Deuda PDE de las Administraciones Públicas por subsectores (billones de euros)



Fuente: Banco de España

La reducción del déficit público continuará en 2025-2026

Estimamos que la reducción del déficit público continuará en 2025 y 2026, con un déficit estimado del 2,6% (por debajo del objetivo del Gobierno para todo 2025 del 2,8%) y 2,2% del PIB respectivamente, frente a una cifra del 3,2% en 2024.

La ratio española de deuda sobre PIB se situó en el segundo trimestre de 2025 en el 103,4% lo que supone una reducción de 1,8 puntos respecto al mismo trimestre del año anterior y un incremento 5,8 puntos respecto al nivel previo a la pandemia. La ratio se mantiene constante respecto al primer trimestre de 2025 y muestra un repunte de 1,8 puntos respecto al último trimestre de 2024, explicado en parte por la estacionalidad positiva de la primera parte del año, donde los emisores públicos aprovechan la fuerte demanda de deuda. La reducción acumulada desde el techo alcanzado en el primer trimestre de 2021 (124,2%) es de 20,8 puntos.

Como consecuencia de esta mejora en el déficit fiscal y el crecimiento económico estimado, **el ratio deuda/PIB caerá por debajo del umbral del 100% (99,5%) en 2026, frente a un ratio del 105,2% en 2023 y del 101,7% en 2024.**

El análisis de sostenibilidad indica que la deuda seguiría descendiendo hasta situarse en el 95% del PIB en 2030, aunque a un ritmo notablemente inferior al observado en los años recientes debido a la ralentización del crecimiento nominal de la economía. La cifra anterior resultaría en una reducción de la ratio de deuda pública sobre el PIB de 6,4 puntos entre 2024 y 2030. apoya en un crecimiento nominal estable en torno al 3,5%, un superávit primario medio del 0,5% del PIB y pagos por intereses próximos al 2,7%, manteniendo así una diferencia favorable entre el crecimiento y los tipos de interés que sostiene la reducción progresiva de la deuda.

Hasta junio, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.), sin las corporaciones locales (CC. LL.) y el gasto relacionado con la DANA, se situó en el 1,6% del PIB (1,9% en junio de 2024). Los datos de ejecución presupuestaria hasta junio reflejan que los ingresos públicos crecieron de forma dinámica, apoyados en la recaudación fiscal. En particular, los ingresos públicos consolidados aumentaron un 6,9% interanual hasta junio (más que el 6,6% interanual en los primeros seis meses de 2024 y el 3,7% en el promedio de los primeros semestres de 2014-2019), claramente por encima del crecimiento del 5,4% del PIB nominal.

Nuestro escenario central contempla que las CC. AA. reducirán su nivel de endeudamiento en un punto y medio desde 2024, alcanzado el 19,6% del PIB en 2026. Partiendo de un 21,1% en 2024, la ratio mejoraría en 2025 y 2026 por efecto del crecimiento esperado del PIB, compensado en parte por los déficits previstos para el conjunto del subsector. Bajo estas estimaciones, **cuatro CC. AA. podrían tener en 2026 una ratio de deuda superior al 20%, en tanto que seis podrían situarse por debajo del 13% fijado en la LOEPSF.**

Los mecanismos extraordinarios de financiación reducen su peso en el total de la deuda de las comunidades autónomas hasta el 60%

Las refinanciaciones de operaciones con mayor coste con el Estado (FLA-23 y, en menor medida, FLA 24) han permitido generar ahorros significativos y mejorar la carga financiera. Este escenario fue aprovechado principalmente por Cataluña, Castilla-La Mancha, Extremadura y Cantabria, que en el segundo trimestre llevaron a cabo operaciones de refinanciación por un volumen cercano a los 7 mil millones de euros.

Como consecuencia, **el stock de deuda asociado a los Fondos de Financiación a las CC.AA. se redujo en 4.187 millones de euros durante el trimestre, lo que rebaja su peso relativo hasta el 60 % del total de la deuda regional** (frente al 62 % registrado en el trimestre previo). En contraposición, se observa un incremento en los préstamos a largo plazo con residentes (+7.041 millones de euros) hasta alcanzar una participación del 18 % sobre el total (16 % en el trimestre anterior), evidenciando un proceso de diversificación en base inversora.

Por último, en lo que respecta al mercado de valores, se mantiene el notable dinamismo observado en el primer trimestre, con una emisión bruta en el segundo trimestre que supera los 2.200 millones de euros. En acumulado, las colocaciones sub-soberanas suponen unos 5.000 millones de euros, un 10 % superior al saldo emitido en 2024. Destacan las emisiones regionales de Galicia, Castilla y León, Andalucía y Madrid, por valor de 500 millones de euros cada una, con un diferencial sobre el Tesoro medio de 14 pb.

Las revisiones al alza de los ratings de CC.AA. allanan el camino para la vuelta progresiva a los mercados

En las últimas semanas, **las principales agencias de ratings (Standard & Poor's, Fitch y Moody's) han revisado al alza las calificaciones crediticias de prácticamente todas las regiones.** La última revisión tuvo lugar a principios de octubre por parte de Moody's, la cual elevó un escalón a once CC.AA., salvo a Andalucía, que subió dos escalones. Según el informe de la agencia, estas mejoras se han debido a la subida de la calificación del soberano. Esta mejora se fundamenta en un entorno económico más favorable, que ha generado mayores ingresos fiscales y transferencias estatales, fortaleciendo las perspectivas financieras de los sub-soberanos. Además, se han observado avances fiscales significativos en los últimos años, con previsiones de saldos no financieros positivos, reducción de la carga de deuda y mejora en el acceso a la financiación. También se anticipa un impacto positivo de los fondos NextGenerationEU a partir de 2026, lo que refuerza aún más la resiliencia financiera de estas corporaciones.

Estas mejoras se añaden como un elemento favorable dentro del período de transición previsto para la vuelta a los mercados, conforme a lo establecido en el Acuerdo de la CDGAE aprobado el 28 de julio. Este Acuerdo flexibiliza las condiciones para posibilitar la combinación de recursos estatales (FFCA) y aquellos procedentes de los mercados de capitales, durante 2026-2028. A priori, y basándonos en la estrategia que han llevado a cabo las regiones estos últimos años, podríamos establecer tres grupos de comunidades según su estrategia de captación de sus necesidades: G1) aquellas que cubrirán la totalidad de sus necesidades en los mercados, como hasta ahora; G2) aque-

llas que podrán combinar recursos, pero con limitaciones de hasta el 10%; y G3) aquellas que podrán combinar sin limitaciones y de acuerdo a lo establecido en su Plan Plurianual de Endeudamiento. En todo caso, no habría limitación legal para que alguna del G1 pasara al G2 o viceversa.

FIGURA 3 Ratings de las Comunidades Autónomas

Region	Fitch		Moody's		S&P		DBRS	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
AND		WD	A3	Baa2	A-	A-		
ARA					A-	BBB+		
BAL					A-	A-		
PVA	A	A	A2	A3	AA-	AA-		
CAN					A+	A		
CLM	BBB-	BBB-	Baa3	Ba1				
CYL			A3	Baa1				
EXT			Baa1	Baa2	BBB+	BBB		
GAL			A3	Baa1	A	A		
MAD	A-	A-	A3	Baa1	A	A	A (high)	A (high)
MUR	BBB-	BBB-	Baa3	Ba1				
NAV					AA	AA-		
AST			A3	Baa1				
CNT					A+			
CAT	BBB	BBB	Baa3	Ba1			BBB (high)	BBB
RIO	BBB+	BBB+						
VAL	BBB-	BBB-	Baa3	Ba1	BB	BB		
ESPAÑA	A	A-	A3	Baa1	A+	A	A (high)	A (high)

Fuente: Agencias de rating

FIGURA 4 Estrategia prevista de financiación de CC.AA para 2026



Fuente: Ministerio de Hacienda

Hacienda estaría ultimando un nuevo modelo de financiación autonómica

Hacienda plantea que todas las comunidades autónomas tengan la capacidad de participar en la recaudación de impuestos principales como el IRPF o el IVA. De esta forma, intenta que una posible reforma de la financiación autonómica (LOFCA) cuente con el visto bueno de las comunidades autónomas, que tendrían la opción de participar en un modelo de ingresos en tiempo real, en vez de depender de las entregas a cuenta. Cataluña, Madrid y Baleares tendrían que aportar una cuota de solidaridad en el nuevo sistema.

El modelo actual de financiación autonómica lleva pendiente de reforma desde 2014, y ahora, además, el Gobierno ha dado pasos con Cataluña hacia **un modelo de financiación singular** de la región que ha levantado ampollas en formaciones políticas y comunidades autónomas.

En conjunto y entre el incremento de la cesta de impuestos y la nivelación vertical inyectarían al conjunto de las CC.AA. cerca de 23.000 millones adicionales de capacidad de gasto, según fuentes conocedoras del proyecto de nuevo modelo que todavía se está negociando. La propuesta ya ha sido presentada a la Generalitat y a la administración catalana le corresponderían entre 4.000 y 5.000 millones adicionales de recursos, lo que representaría entre un 17 % y un 21 % de los nuevos recursos del sistema de financiación. Esto es, una cifra que está en línea, o levemente superior, a su peso en el PIB nacional.

La propuesta de Hacienda supondría elevar en casi un 14% los recursos del sistema de financiación. Si no hay acuerdo, es porque todavía se están negociando los aspectos técnicos, como, por ejemplo, la nueva cesta de impuestos que configurarían el modelo, o el principio de ordinalidad, fundamental para la Generalitat.

El principio de ordinalidad implica que una vez que se hacen las aportaciones de las diferentes autonomías las que más aportan también han de ser las que más reciben y no como ahora en que, en el caso de Cataluña, siempre se encuentra entre las autonomías que más aporta por renta per cápita, pero luego se queda en la décima posición en los recursos que recibe a causa de los actuales mecanismos correctores del sistema.

Hacienda busca, con la actualización del sistema de financiación (el actual lleva once años pendiente de revisión) **corregir no sólo los problemas de infrafinanciación que tiene Cataluña, sino también los de todo el arco mediterráneo - Andalucía, Valencia y Baleares -.** También beneficiaría a Madrid, porque es una de las CC.AA. aportadora neta al sistema y es de las más ricas. En principio, el Ministerio de Hacienda trasladará el nuevo sistema a un Consejo de Política Fiscal y Financiera que se convocará antes de fin de año.

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

Noviembre 2025