

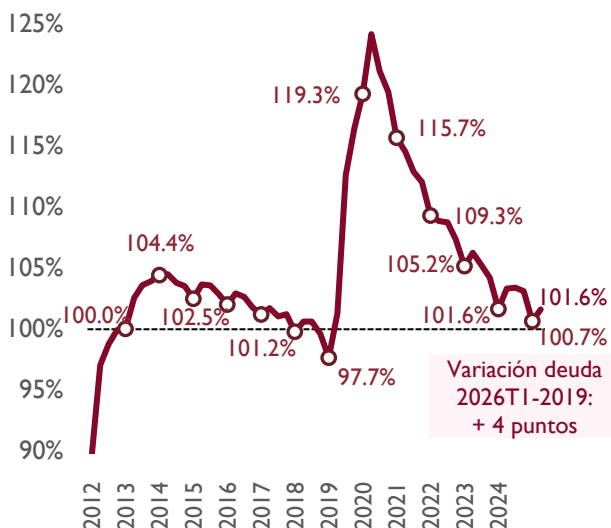
- España sigue formando parte del grupo de economías de la UE con niveles de deuda superiores al 100% del PIB, aunque ha registrado una corrección significativa desde el máximo de la pandemia. Otros países como Grecia y Portugal presentan mayores reducciones de la ratio de deuda, apoyadas en un fuerte crecimiento económico y en una mejora significativa del déficit público.
- En España, la ratio de deuda ha evolucionado de forma más favorable de lo previsto en el PFEMP, apoyada en un mayor crecimiento real y una menor carga de intereses respecto a lo proyectado, aunque el déficit primario y el ajuste stock-flujo han sido superiores a los previstos.
- Estos elevados niveles de deuda se registran en un contexto en el que el repunte de la inflación se está reflejando en un aumento de los costes de financiación de la deuda. La inflación ha repuntado desde febrero de 2026 en España y otras economías avanzadas, en un contexto marcado por el conflicto en Irán y las disrupciones en el estrecho de Ormuz. El deterioro de las perspectivas de inflación ha hecho que el BCE interrumpa la fase de relajación monetaria iniciada en 2024 y ha elevado los tipos oficiales en junio de 2026.
- Las expectativas de mayor inflación y la revisión al alza de los tipos esperados se han trasladado a los mercados de deuda soberana, con un repunte de las rentabilidades a corto y largo plazo en las principales economías de la zona euro desde marzo de 2026. En el tramo corto, las rentabilidades se sitúan en torno al 2%-2,8%, mientras que en el tramo a diez años se mueven aproximadamente entre el 3% y el 4%. Este aumento de las rentabilidades a largo plazo refleja también unas mayores necesidades de gasto vinculadas a defensa, competitividad, envejecimiento y transición climática, en un entorno macrofinanciero más incierto y con condiciones de financiación más restrictivas.
- En España, el impacto del repunte de las rentabilidades sobre el coste medio de la deuda del Estado continúa siendo gradual gracias a la elevada vida media de la cartera, aunque el coste medio seguirá aumentando a medida que las nuevas emisiones sustituyan a deuda emitida a tipos más reducidos. En este contexto, AIReF prevé que el gasto por intereses en España ascienda al 2,5% del PIB para 2026 y 2027. Este patrón de transmisión progresiva también se observa a escala europea, donde la Comisión prevé que el gasto por intereses de la zona euro aumente hasta el 2,2% del PIB en 2027.
- El repunte inicial de las primas de riesgo no se ha traducido, por el momento, en un episodio de estrés financiero generalizado. Los mercados de renta variable han repuntado tras la caída inicial de marzo y la volatilidad se ha moderado tras el shock inicial.
- En un contexto de crecientes presiones de gasto y nuevos retos estratégicos, el Paquete de Primavera del Semestre Europeo 2026 presenta la dificultad de alcanzar un equilibrio entre la necesidad de acometer gastos e inversiones para responder a necesidades estratégicas -energía, defensa, competitividad y cohesión social- sin comprometer la estabilidad macroeconómica y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

- La posibilidad de activar la cláusula nacional de escape permite acomodar parcialmente el aumento del gasto en defensa y ahora en inversiones energéticas, con ciertos límites, aunque el margen de flexibilidad es temporal, limitado y condicionado al mantenimiento de sendas de gasto compatibles con la sostenibilidad de la deuda.
- Aun considerando esta flexibilidad, la evaluación de cumplimiento de la Comisión del nuevo marco fiscal revela que, aunque varios Estados miembros se mantienen dentro de los márgenes permitidos en 2025, las proyecciones para 2026 apuntan a mayores riesgos de desviación respecto a las sendas de gasto neto. En el caso de España, pasaría de una situación de cumplimiento en 2025 a riesgo de incumplimiento en 2026.
- En esa línea, el EFB advierte que el margen para una política fiscal expansiva es reducido y cuestiona la posible ampliación de la cláusula nacional de escape a medidas energéticas. En un contexto de presiones inflacionistas y riesgo de desviación respecto a las sendas de gasto, nuevas excepciones podrían generar un impulso fiscal adicional y cuestionar la credibilidad del nuevo marco fiscal europeo.
- En el caso de España, la Comisión prevé una desviación del gasto neto más contenida que la estimada por AIReF. Aunque ambas instituciones coinciden en que el gasto neto superaría en 2026 la tasa máxima recomendada, la desviación acumulada se mantendría dentro de los límites permitidos tras aplicar la flexibilidad asociada al aumento del gasto en defensa.
- La Comisión considera que España ha cumplido, en términos generales, los compromisos de reforma e inversión vinculados a la ampliación del periodo de ajuste a siete años, pero recomienda respetar la senda de gasto neto, limitar el uso de la cláusula de escape, reforzar el gasto militar de forma eficiente y compatible con la sostenibilidad fiscal, y mantener las ayudas energéticas temporales y focalizada.
- Para 2026, la AIReF prevé una reducción de la ratio de deuda hasta el 99,9% del PIB, 0,8 puntos por debajo del nivel registrado en 2025. Esta disminución sería compatible con una menor contribución del crecimiento económico y un déficit público ligeramente más elevado, compensados por un ajuste stock-flujo más reducido.
- En el medio plazo, la AIReF proyecta una reducción gradual de la ratio de deuda, aunque a un ritmo moderado.
- En el largo plazo, la dinámica de la ratio de deuda cambiaría de signo. Tras alcanzar un punto de inflexión a partir de mediados de la próxima década, la deuda volvería a situarse en una senda ascendente, impulsada por el impacto del envejecimiento, el aumento del gasto en intereses y un crecimiento potencial limitado.
- El análisis de sensibilidad a las hipótesis macroeconómicas y fiscales muestra que variaciones de medio punto en el crecimiento, los tipos de interés o el saldo primario podrían situar la ratio de deuda en 2050 en un rango de 26 puntos de PIB, entre el 111% y el 137% del PIB.
- Las necesidades brutas de financiación se mantendrían contenidas en la primera parte del horizonte de proyección, en torno al 17% del PIB, pero aumentarían progresivamente a medida que la deuda retome una trayectoria ascendente, hasta alcanzar el 21 % del PIB en 2040 y el 26 % en 2050.

- La evolución de la deuda dependerá en gran medida del cumplimiento de los compromisos del PFEMP hasta 2028, que condicionará la necesidad de ajustes adicionales en el futuro plan fiscal 2029-2032.
  - Bajo un cumplimiento estricto de los objetivos del PFEMP, la dinámica de la deuda sería favorable y apenas requeriría ajustes adicionales, con un esfuerzo limitado a dos centésimas anuales.
  - Si se agotara el margen permitido por la cuenta de control ampliada tras la aplicación de la cláusula de escape por defensa, el ajuste necesario aumentaría hasta 0,36 puntos anuales, equivalente a 1,44 puntos acumulados.
  - En un escenario inercial, sin medidas adicionales, el esfuerzo requerido sería mayor, con un ajuste de 0,59 puntos anuales y 2,36 puntos acumulados en el periodo 2029-2032.
- En todos los escenarios, el ajuste debería elevar el superávit primario hasta el 2,8% del PIB, compatible con alcanzar una situación de equilibrio en el saldo público.
- En cuanto a la deuda autonómica, la ratio del subsector se situó en el 20,3% del PIB en el primer trimestre de 2026. La reducción acumulada desde el máximo de 2020 asciende a 6,7 puntos, no obstante, el conjunto del subsector se encuentra todavía por encima del nivel de referencia legal del 13%.
- La situación de las Comunidades Autónomas sigue mostrando una elevada heterogeneidad, con una diferencia superior a 30 puntos entre la comunidad más endeudada y la menos endeudada. 12 de las 17 comunidades continúa por encima de la referencia legal del 13%.
- La corrección de la deuda autonómica tras la pandemia ha sido generalizada, aunque desigual. Todas las comunidades han reducido su ratio respecto al nivel prepandemia salvo la Región de Murcia, mientras que las mayores reducciones desde el máximo de 2020 se han producido en Baleares y Castilla-La Mancha.
- El peso de los mecanismos extraordinarios de financiación autonómica se mantiene relativamente estable, en torno al 60% de la deuda de las comunidades autónomas, aunque su utilización sigue siendo muy desigual entre territorios: Cataluña, la Comunitat Valenciana y Andalucía concentran la mayor parte del volumen de los mecanismos extraordinarios, mientras que Madrid, Navarra y País Vasco no mantienen deuda financiada a través de estos mecanismos.
- Las calificaciones crediticias de las comunidades autónomas han mostrado una evolución claramente positiva, en línea con la mejora del rating soberano de España en 2025. Las principales agencias han revisado al alza la nota de varias regiones, aunque persiste una elevada heterogeneidad entre comunidades, ligada a diferencias en endeudamiento, autonomía fiscal y liquidez.
- Las proyecciones de la AIReF sitúan la deuda autonómica en una senda decreciente en un escenario de políticas constantes, hasta alcanzar el 12,5% del PIB en 2040. Esta reducción vendría impulsada por el crecimiento del PIB y por los superávits primarios previstos, cercanos a medio punto del PIB para el conjunto del subsector en 2030.

- *En un escenario más desfavorable, un saldo primario en equilibrio estabilizaría la ratio de deuda cerca de su nivel actual.*
- *Bajo el escenario inercial, el conjunto del subsector autonómico alcanzaría el límite legal de referencia del 13% en 2039, aunque con una elevada heterogeneidad entre comunidades autónomas.*
- *En el extremo más favorable, País Vasco, Navarra, Canarias, Madrid y Asturias ya se situarían por debajo de dicho umbral, y Galicia lo alcanzaría en 2026. En cambio, en el extremo opuesto, no se proyecta que alcancen el límite antes de 2050 la Comunitat Valenciana, Región de Murcia y Cataluña.*

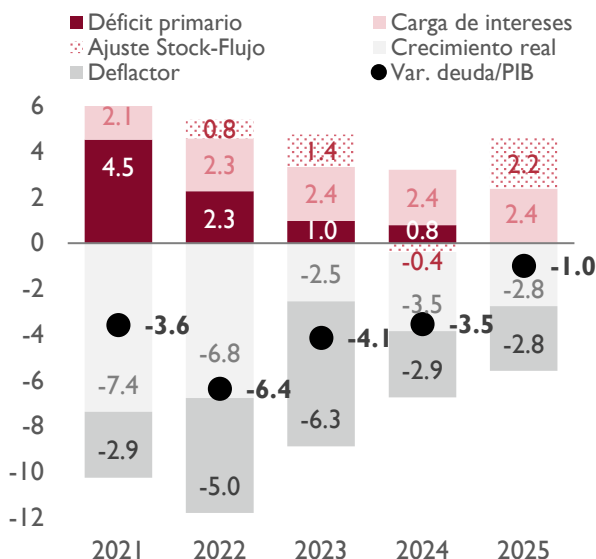
Deuda (%PIB), evolución trimestral



Fuente: INE, Banco de España y AIReF

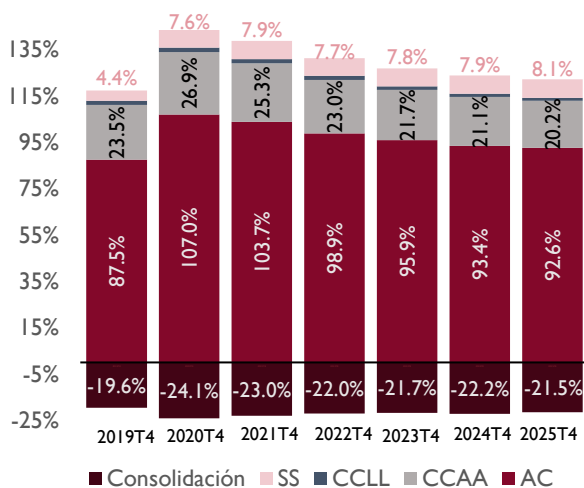
Esta reducción de la ratio de deuda sobre PIB entre 2021 y 2025 se explica principalmente por la contribución del crecimiento económico, que ha sido el principal motor de la corrección registrada tras la pandemia. La recuperación sostenida de la actividad económica, junto con la persistencia de tasas de inflación elevadas, ha favorecido una disminución gradual del endeudamiento público en relación con el tamaño de la economía. A medida que el crecimiento del PIB nominal se ha ido moderando, también se ha ralentizado el ritmo de reducción de la ratio de deuda. No obstante, la contribución acumulada del crecimiento a la reducción de la ratio de deuda asciende a 43 puntos porcentuales de PIB. Asimismo, la progresiva disminución del déficit primario ha contribuido a consolidar esta trayectoria descendente, pese al aumento de la carga financiera y al efecto desfavorable del ajuste stock-flujo.

Contribuciones a la variación de la deuda, p.p.



Fuente: AIReF

Deuda (%PIB) por subsectores, primer trimestre 2025



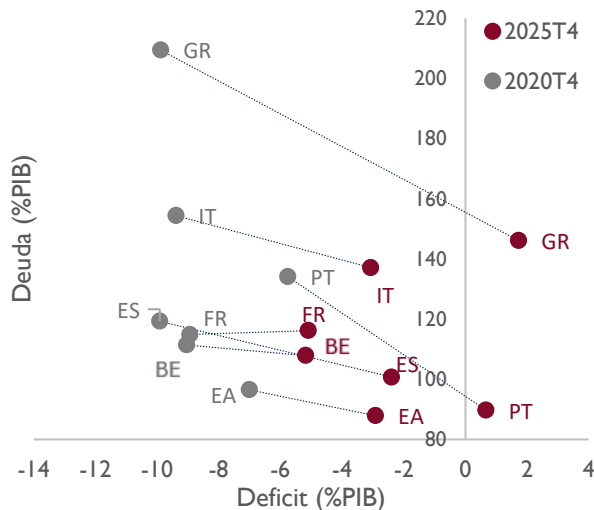
Fuente: Banco España y AIReF

La ratio española de deuda sobre PIB se situó en el 101,6% en el primer trimestre de 2026, lo que supone una reducción de 1,7 puntos porcentuales respecto al mismo trimestre del año anterior. En comparación con el cierre de 2025, la ratio aumentó en un punto, en línea con el patrón estacional habitualmente observado en el primer trimestre del año. Desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2021, cuando se situó en el 124,2%, la ratio ha acumulado una reducción de 22,6 puntos. No obstante, continúa situándose 4 puntos por encima del nivel previo a la pandemia. En términos monetarios, la deuda pública ha continuado creciendo en 2026 hasta alcanzar los 1,736 billones de euros en el mes de abril, lo que supone una tasa de crecimiento interanual del 4,4%.

El aumento de la deuda respecto a los niveles previos a la pandemia se ha concentrado principalmente en la Administración Central y en los Fondos de la Seguridad Social, lo que ha contribuido a que las Comunidades Autónomas hayan podido reducir su ratio de deuda sobre PIB. Entre el cuarto trimestre de 2019 y 2025, la ratio conjunta de la Administración Central y la Seguridad Social aumentó en 8,8 puntos porcentuales. En contraste, la ratio de deuda de las Comunidades Autónomas se redujo en 3,3 puntos porcentuales, mientras que la de las Corporaciones locales disminuyó 0,6 puntos. Según los últimos datos disponibles, correspondientes a marzo de 2026, la deuda del Estado se situó en el 92,9 % del PIB, la de las Administraciones de Seguridad Social en el 8,0 %, la de las Comunidades Autónomas en el 20,3 % y la de las Corporaciones Locales en el 1,2 %.

Al igual que en España, la ratio de deuda sobre PIB del resto de los principales países más endeudados de la UE también se ha corregido tras el fuerte incremento registrado durante la pandemia, aunque con diferencias muy significativas entre economías. El crecimiento nominal ha sido el principal factor de reducción de la ratio, aunque su intensidad ha variado por países. Las mayores correcciones se han registrado en Grecia y Portugal, con descensos de 63,2 y 44,4 puntos porcentuales de PIB, respectivamente. En ambos casos, además del dinamismo del crecimiento, se ha producido un proceso de consolidación fiscal más intenso, situándose la deuda en el cuarto trimestre de 2025 en el 146,1% del PIB en Grecia y el 89,7% en Portugal (partiendo de una ratio del 209,4% y del 134,1%, respectivamente).

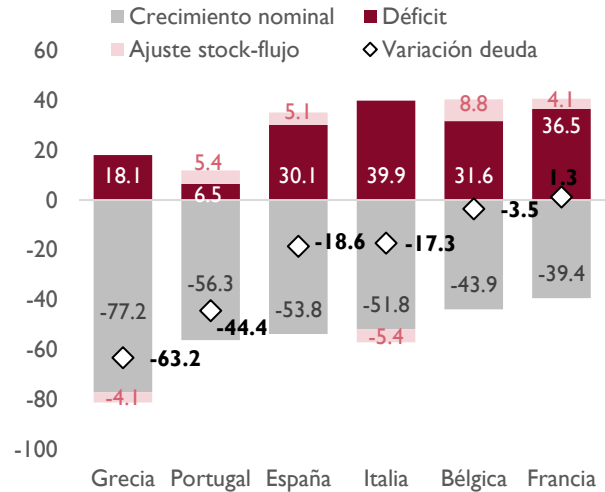
*Países de la Unión Europea con una ratio de deuda cercana o superior al 100% del PIB*



Fuente: Eurostat y AIReF

La inflación de las principales economías avanzadas ha repuntado desde febrero de 2026, en un contexto marcado por el conflicto en Irán y las disrupciones en el estrecho de Ormuz, que han presionado al alza los precios energéticos y han interrumpido la senda previa de moderación de la inflación. En mayo de 2026, la inflación general alcanzó el 3,2% en la zona euro y el 4,3% en Estados Unidos, alejándose del objetivo de estabilidad de precios del 2%. En la zona euro, el repunte ha venido impulsado principalmente por el componente energético, aunque también se observa cierta aceleración en los servicios; no obstante, las presiones subyacentes permanecen más contenidas, con una tasa de inflación armonizada excluyendo energía y alimentos no elaborados del 2,3% en mayo, frente al 2,1% de abril, de acuerdo con la estimación de Eurostat.

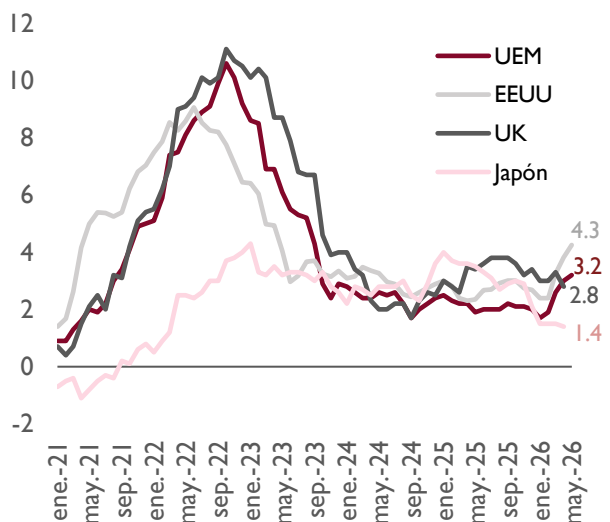
*Contribuciones (p.p) a la variación acumulada desde el pico de la pandemia (2020-25)*



Fuente: Ameco y AIReF

España e Italia también han registrado reducciones considerables de sus ratios de deuda, aunque más moderadas, sustentadas principalmente por el crecimiento nominal, mientras que la reducción del déficit ha sido más limitada. A final de 2025, sus ratios de deuda se situaron en el 100,7 % y el 137,1 % del PIB, respectivamente, partiendo de unas ratios del 119,3% y el 154,4%. En contraste, Bélgica ha registrado una reducción mucho más limitada que los países anteriores, mientras que en Francia la ratio de deuda ha aumentado en 1,3 puntos, en un contexto en el que la contribución del crecimiento nominal no ha sido suficiente para compensar el efecto del déficit público, cuya corrección ha sido inferior a la observada en otros casos. En estos dos países, la ratio de deuda se situó en el 116,2% en Francia y el 107,9% en Bélgica, siendo la ratio inicial del 114,9% y del 111,4%, respectivamente.

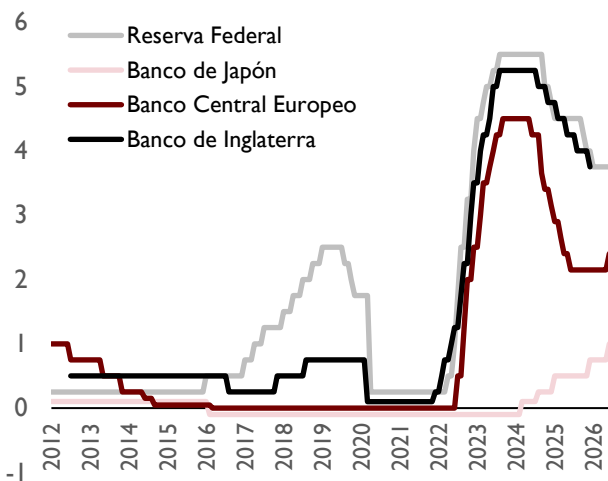
*Tasa de inflación interanual principales economías*



Fuente: Refinitiv



### Tipo de interés de los Bancos Centrales, junio 2026



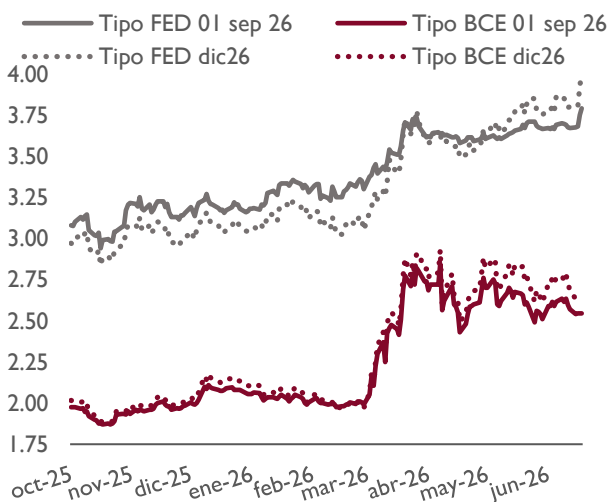
Fuente: Refinitiv

En este contexto, el Eurosistema ha revisado al alza sus proyecciones de inflación para 2026 y 2027, hasta el 3,0 % y el 2,3 %, respectivamente, antes de converger al 2,0 % en 2028. No obstante, el BCE mantiene un enfoque prudente, tomando decisiones reunión a reunión en función de los datos, sin comprometerse con una senda predeterminada de tipos. Esto ha sido interpretado por los mercados como una decisión de endurecimiento controlado de la política monetaria, de tal forma que se espera que el próximo incremento de 25 p.b. se produzca en septiembre, asignando los mercados un 30% de probabilidad a que haya una subida de tipos en la próxima reunión de finales de julio.

La Reserva Federal mantuvo el 17 de junio sin cambios el rango de los fondos federales en el 3,5%-3,75%, en una reunión que supuso un giro relevante en el tono y estrategia de comunicación del banco central. La decisión se produce en un contexto en el que la actividad mantiene un ritmo sólido, el mercado laboral sigue estable, la inversión y productividad muestran fortaleza y la tasa de inflación se sitúa todavía claramente por encima del objetivo del 2%, presionada en parte por el shock energético asociado al conflicto de Oriente Medio. Los mercados reforzaron sus expectativas de endurecimiento monetario, descontando al menos una subida de tipos a lo largo del año.

En lugar de ofrecer una guía explícita sobre la próxima decisión, el presidente de la Reserva Federal, Kevin Warsh eliminó del comunicado la orientación prospectiva tradicional y defendió una comunicación más breve, directa y menos apoyada en el *forward guidance*, argumentando que los mercados deben reaccionar a los datos económicos y no únicamente anticipar la reacción de la Fed. Este giro se complementa con la creación de cinco grupos de trabajo para revisar áreas centrales de la política monetaria: la comunicación de la Fed, la política de balance, el uso de fuentes de datos, la relación entre productividad y empleo en una economía en transformación, y el marco de inflación.

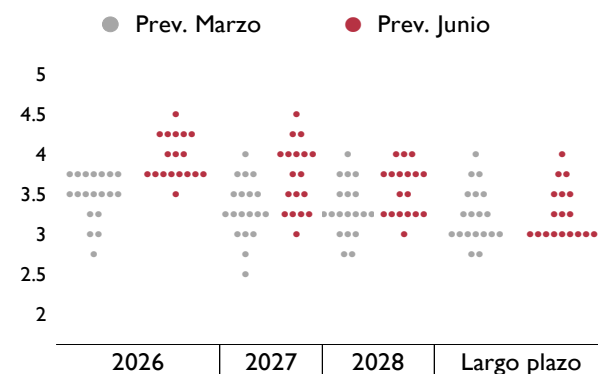
### Tipos implícitos del mercado para 2026



Fuente: Refinitiv

Ante el repunte reciente de la inflación, el BCE ha interrumpido la fase de relajación monetaria iniciada en junio de 2024 y ha adoptado un sesgo más restrictivo de la política monetaria. En su reunión del 11 de junio, el Consejo de Gobierno decidió elevar en 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales, con el objetivo de asegurar que la inflación se estabilice en el 2% a medio plazo. Así, los tipos de la facilidad de depósito, de las operaciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito se sitúan en el 2,25%, el 2,4% y el 2,65%, respectivamente. La decisión responde al deterioro de las perspectivas de inflación asociado al conflicto en Oriente Próximo y al encarecimiento de la energía, que el BCE espera que se transmita parcialmente a los precios de los alimentos, bienes y servicios.

### FED DOT PLOT



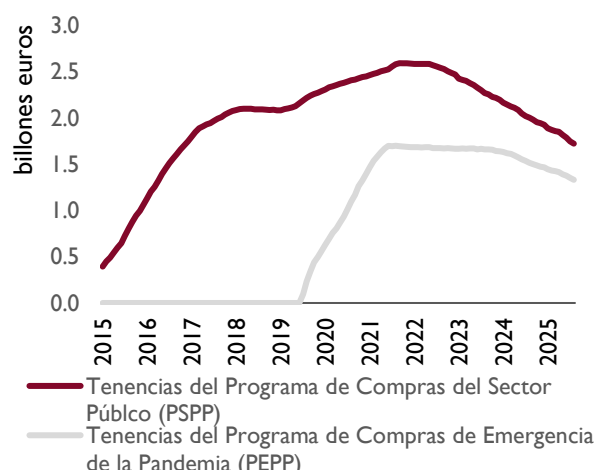
Fuente: Federal Reserve

El Banco de Inglaterra mantuvo el 18 de junio el tipo de referencia en el 3,75%, en una decisión adoptada por mayoría de 7 votos frente a 2, con dos miembros defendiendo una subida de 25 puntos básicos hasta el 4 %. La pausa refleja el equilibrio entre una inflación todavía por encima del objetivo y expuesta al shock energético y señales de debilitamiento de la demanda.

El Banco de Japón (BoJ) también ha llevado a cabo el 15 de junio una subida de tipos de 25 p. b., elevando la referencia del tipo a corto plazo hasta el 1,0 %, su nivel más elevado desde mediados de los años noventa. Aunque el BoJ considera que las condiciones financieras seguirán siendo acomodaticias, la decisión confirma el avance gradual en la normalización monetaria japonesa.

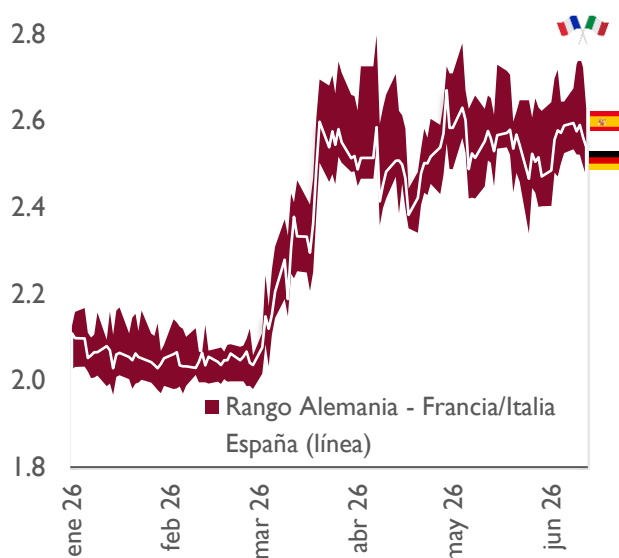
Los principales bancos centrales continúan avanzando en la reducción de sus balances de forma gradual y predecible, en un contexto en el que ya no se reinvierte el principal de los activos que van venciendo. En el caso del Eurosistema, las carteras del APP (Asset Purchase Programme) y PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) siguen reduciéndose, aunque el volumen de deuda pública acumulado permanece todavía en niveles elevados. Esta situación adquiere especial relevancia en un contexto de subida de tipos de interés. Cuando los tipos oficiales aumentan, el coste de los pasivos remunerados por los bancos centrales se ajusta de forma inmediata, mientras que los ingresos de las carteras adquiridas bajo el APP y el PEPP, compuestas en gran medida por activos a tipo fijo y vencimientos largos, no aumentan de la misma manera. Este desajuste se ha traducido en pérdidas para el BCE en 2024 y 2025, poniendo de manifiesto cómo unos balances elevados hacen más costosa la normalización monetaria.

### Tendencias de Programas de Compras de Activos BCE



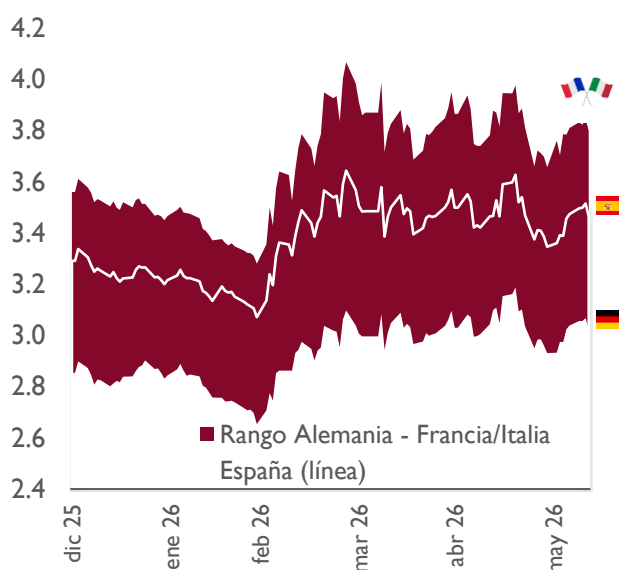
Fuente: Banco Central Europeo

### Rentabilidad de la deuda a 1 año



Las expectativas de mayor inflación se han reflejado en la rentabilidad de la deuda soberana a corto plazo, con un repunte generalizado en las principales economías de la zona euro desde marzo de 2026. Tras un periodo de relativa estabilidad durante la segunda mitad de 2025 y los primeros meses de 2026, las rentabilidades aumentaron de forma acusada, coincidiendo con el deterioro de las perspectivas inflacionistas y la consecuente revisión al alza de las expectativas de tipos de interés. Este movimiento se produjo a medida que los mercados fueron incorporando un escenario de mayor persistencia del conflicto en Irán y de las interrupciones en el estrecho de Ormuz, frente a la posibilidad inicial de una resolución rápida. El mantenimiento de las rentabilidades por encima de los niveles previos al shock apunta a un endurecimiento de las condiciones de financiación en la zona euro.

### Rentabilidad de la deuda a 10 años



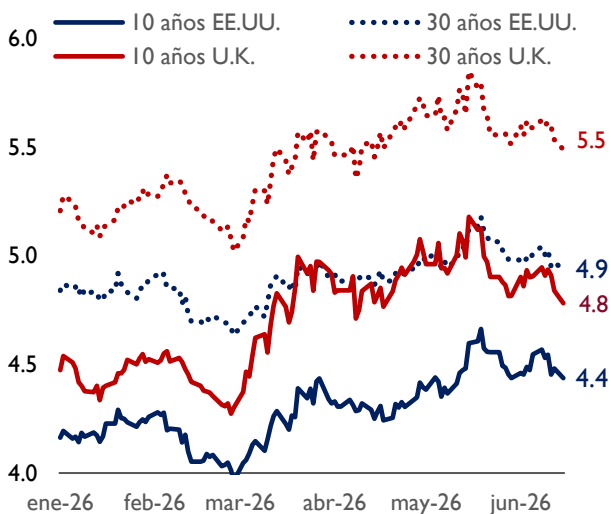
Fuente: Refinitiv y AIReF

La rentabilidad de la deuda soberana a 10 años ha aumentado desde marzo de 2026 en las principales economías europeas, frente a la mejora de las condiciones de financiación observadas en 2025. Este repunte se produce en un contexto en el que los Estados miembros afrontan mayores necesidades de gasto derivadas del esfuerzo de la defensa, el impulso de la competitividad, los costes fiscales asociados al envejecimiento y los costes derivados de los impactos del cambio climático. A estas presiones sobre las finanzas públicas se añade un entorno macrofinanciero más incierto, marcado por el encarecimiento de la energía, una inflación más elevada y volátil, condiciones financieras más restrictivas y perspectivas de menor crecimiento en la UE. Estos factores en su conjunto han contribuido a crear una prima temporal para las rentabilidades a más largo plazo, especialmente para el caso de los países más endeudados.



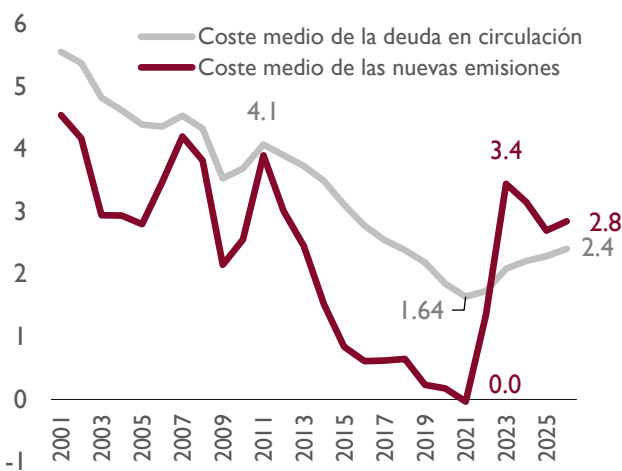
La presión sobre las rentabilidades soberanas a largo plazo no se limita a la zona euro. En el Reino Unido y, en menor medida, en Estados Unidos se observa también un repunte significativo de la curva de tipos desde marzo de 2026, especialmente en los tramos largos de la curva. En el Reino Unido, la rentabilidad del bono a 10 años se sitúa en valores cercanos al 5% en junio, mientras que el bono a 30 años ha llegado a alcanzar niveles próximos al 5,8%, máximos no observados desde finales de los años noventa. En Estados Unidos, el bono a 10 años se mantiene alrededor del 4,4% y el bono a 30 años cerca del 4,9%. Este repunte refleja una mayor exigencia de compensación por parte de los inversores para mantener deuda pública a largo plazo, en un contexto de inflación más persistente, mayores necesidades de financiación y dudas sobre la credibilidad de la senda fiscal.

#### Rentabilidad de la deuda a largo plazo: EE. UU. y UK



Fuente: Refinitiv y AIReF

#### Coste medio de la deuda del Estado (%)



Fuente: Tesoro Público

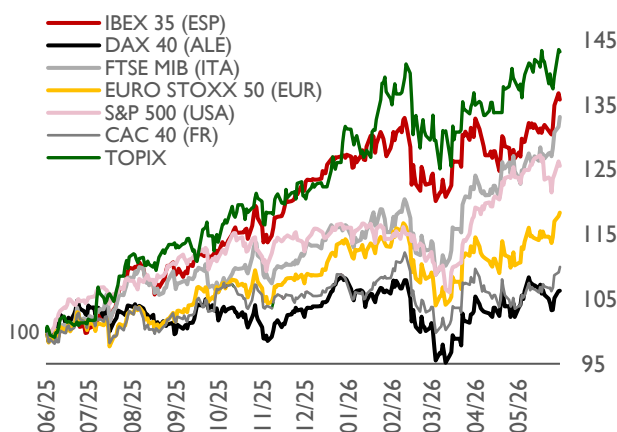
No obstante, en la medida en que las nuevas emisiones y refinanciaciones se realicen a tipos superiores a los de la deuda que vence, el coste medio de la deuda en circulación seguirá aumentando gradualmente, elevando la carga por intereses y reduciendo el margen presupuestario disponible.

Este patrón de transmisión progresiva también se aprecia a escala europea, donde el aumento de las rentabilidades —en torno a 30 puntos básicos desde el inicio del conflicto en Irán— se está trasladando paulatinamente al coste de financiación pública. En este contexto, la Comisión Europea prevé que el gasto por intereses del conjunto de la zona euro aumente hasta el 2,2 % del PIB en 2027, casi medio punto porcentual por encima del promedio registrado entre 2016 y 2021. El incremento será significativamente mayor en algunos países con niveles de deuda muy elevados, con aumentos superiores a un punto porcentual en Bélgica, Francia e Italia.

La tensión observada en los mercados de deuda soberana no se ha traducido, por el momento, en un episodio de estrés financiero generalizado. En los mercados de renta variable, tras una ligera caída inicial a comienzos de marzo, los índices repuntaron con fuerza en abril, favorecidos por la desescalada en Oriente Medio. El incremento destaca especialmente en Estados Unidos y Japón, apoyados por el rally de los valores relacionados con la inteligencia artificial, mientras que la renta variable europea muestra un peor desempeño. Asimismo, el índice VIX, que mide la volatilidad del S&P 500, se moderó tras el repunte de marzo y se mantiene muy por debajo de los niveles de abril de 2025, cuando el anuncio de los aranceles de Trump generó fuertes tensiones financieras.

En el caso de España, el impacto del repunte de las rentabilidades sobre el coste medio de la deuda del Estado se está produciendo de forma gradual, debido a la elevada vida media de la cartera. Tras el periodo de tipos reducidos, el coste medio de las nuevas emisiones aumentó con fuerza desde el mínimo registrado en 2021, hasta niveles próximos al 3,4% en 2023, moderándose posteriormente en 2025. Este encarecimiento se ha trasladado progresivamente al coste medio de la deuda en circulación, que ha pasado del mínimo del 1,64 % en 2021 al 2,4 % en 2025, aunque permanece todavía contenido en comparación con episodios anteriores. La elevada vida media de la deuda, que se sitúa en torno a los 8 años, ha contribuido a amortiguar y retrasar la transmisión del aumento de los tipos de emisión al conjunto de la cartera.

#### Principales índices bursátiles



Fuente: Refinitiv

El 3 de junio, la Comisión Europea adoptó el Paquete de Primavera del Semestre Europeo 2026, en el que se establecen orientaciones de política económica dirigidas a los Estados miembros. El paquete incluye las recomendaciones específicas por país (CSR), los informes por país, que identifican los principales retos económicos, estructurales, sociales y de empleo de los Estados miembros, así como el informe sobre el procedimiento de déficit excesivo, los procedimientos por desequilibrios macroeconómicos y los informes de supervisión posterior al programa, destinados a evaluar la capacidad de reembolso de aquellos Estados miembros que se han beneficiado de programas de ayuda financiera.

El paquete de primavera del Semestre Europeo de 2026 señala un marco amplio de retos de política económica para la Unión Europea:

- 1

**Seguridad energética, económica y defensa.** El paquete subraya la necesidad de responder a un entorno de amenazas emergentes, marcado por la crisis energética, los riesgos para la seguridad económica y el refuerzo de las capacidades de defensa. En este contexto, destaca la importancia de una respuesta europea coordinada que reduzca la dependencia de los combustibles fósiles importados, garantice una energía limpia y asequible, refuerce la seguridad del suministro y preserve la competitividad industrial. Asimismo, identifica la resiliencia de los sectores estratégicos como una prioridad clave y aboga por seguir fortaleciendo las capacidades de defensa mediante la flexibilidad temporal prevista en la cláusula nacional de escape y otros instrumentos.
- 2

**Competitividad e inversión estratégica.** El paquete identifica el refuerzo de la competitividad como una prioridad esencial para sostener el crecimiento potencial y aumentar la resiliencia económica de la UE. Para ello, la Comisión subraya la necesidad de cerrar la brecha de innovación, profundizar el mercado único, reducir las cargas administrativas y movilizar financiación privada hacia inversiones productivas, especialmente en sectores vinculados a la transición energética, la digitalización y la autonomía industrial. En este marco, países como España deben reforzar la inversión en almacenamiento energético, redes eléctricas e interconexiones para facilitar la integración de renovables y aumentar la flexibilidad del sistema energético.
- 3

**Estabilidad macroeconómica y sostenibilidad fiscal.** La Comisión insiste en la necesidad de preservar la estabilidad macroeconómica y la sostenibilidad de las finanzas públicas en un contexto de crecientes presiones de gasto vinculadas a la defensa, la competitividad, el envejecimiento, la transición energética y el cambio climático. Aunque el marco fiscal europeo contempla ciertos mecanismos de flexibilidad, esta debe mantenerse compatible con sendas presupuestarias creíbles, el cumplimiento de las trayectorias de gasto neto y la sostenibilidad fiscal a medio plazo.
- 4

**Capital humano, cohesión social y vivienda.** El paquete mantiene una dimensión social relevante, centrada en el capital humano, la mejora del funcionamiento de los mercados laborales y la cohesión social y territorial. En el caso de España, la Comisión señala la necesidad de reforzar la formación profesional y el aprendizaje permanente, así como de combatir el abandono escolar temprano. También insiste en reducir la pobreza infantil, mejorar la eficacia del sistema de protección social y avanzar en el acceso a la vivienda asequible, mediante el aumento de la oferta y el refuerzo del parque de vivienda social y asequible.

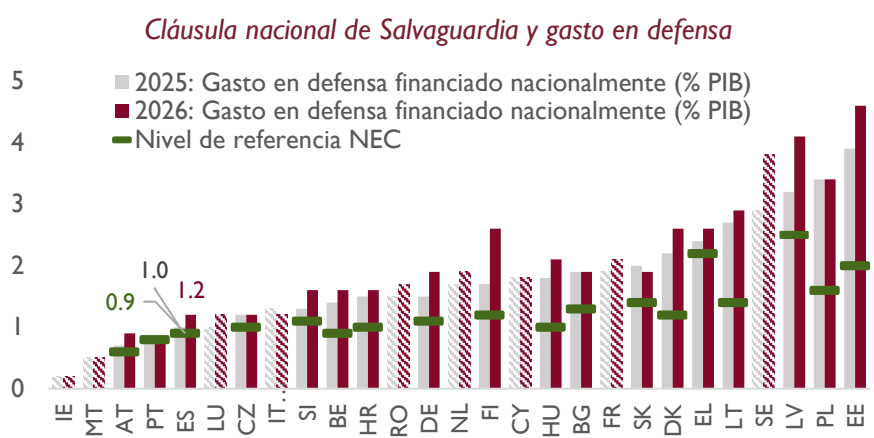
Estas cuatro prioridades muestran que el paquete de primavera se articula en torno a un equilibrio complejo: permitir margen para responder a nuevas necesidades estratégicas —energía, defensa, competitividad y cohesión social— sin comprometer la estabilidad macroeconómica ni la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Esta tensión entre flexibilidad y disciplina fiscal se refleja en la evaluación de cumplimiento realizada por la Comisión en el propio paquete de primavera. Aunque varios Estados miembros se mantienen dentro de los márgenes permitidos en 2025, las proyecciones para 2026 apuntan a un aumento de los riesgos de incumplimiento de las sendas de gasto neto. Atendiendo a algunos casos concretos, España y Francia pasan de una situación de cumplimiento en 2025 a riesgo de incumplimiento en 2026, si bien en el caso francés la evaluación desfavorable se produce únicamente en términos anuales, y no acumulados. Italia registra un incumplimiento en 2025, aunque la desviación acumulada se mantiene contenida, y la Comisión proyecta una vuelta al cumplimiento en 2026. En el caso de Malta, la Comisión recomienda al Consejo cerrar el procedimiento de déficit excesivo, al haberse reducido el déficit por debajo del umbral del 3 % del PIB.

|      |                                        | 2026                                                                                    |                          |                                        |
|------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|----------------------------------------|
|      |                                        | Cumplimiento                                                                            | Riesgo de Incumplimiento | Riesgo de incumplimiento significativo |
| 2025 | Cumplimiento                           | BE*, AT*, PL*, RO*, SK*, FI*, CZ, DK, DE, EE, EL, FR <sup>c</sup> , LV, SE <sup>c</sup> | FR <sup>a</sup> , ES     | HU*, SE <sup>a</sup>                   |
|      | Riesgo de Incumplimiento               | IT*                                                                                     | PT                       | LT, SI                                 |
|      | Riesgo de Incumplimiento significativo | IE                                                                                      | LU, NL                   | MT**, BG, HR, CY                       |

Fuente: Comisión Europea. \* indica Estados miembros sujetos a procedimiento de déficit excesivo (PDE). \*\* En el caso de Malta, la Comisión recomienda al Consejo derogar la decisión por la que se constató el PDE. Los Estados miembros en rojo son aquellos no sujetos a PDE que, en 2025, presentaban un déficit público inferior al 3% del PIB y una ratio de deuda inferior al 60% del PIB, o bien una posición presupuestaria próxima al equilibrio o superávit. Las letras A y C indican, respectivamente, que la evaluación de 2026 se basa en la tasa anual o acumulada.

En este contexto adquiere especial relevancia la cláusula nacional de escape vinculada al aumento del gasto en defensa. Esta cláusula ofrece un margen limitado para acomodar el incremento de dicho gasto, pero no elimina la obligación de respetar la senda de gasto neto ni de preservar la sostenibilidad de la deuda a medio plazo. Por tanto, la flexibilidad prevista debe entenderse como un instrumento acotado y temporal. El margen se calcula a partir del aumento del gasto en defensa financiado nacionalmente respecto a un nivel de referencia (gasto en defensa en 2021 o, en algunos casos 2024), con un límite máximo de 1,5% del PIB para el periodo 2025-2028.



Los datos muestran un aumento del gasto en defensa especialmente acusado en varios Estados miembros del Este y Norte de Europa (Estonia, Letonia, Lituania, Polonia y Finlandia). En el caso de España, el gasto en defensa también aumenta respecto al nivel de referencia, aunque permanece en la parte baja de la distribución europea.

Fuente: AIReF y Comisión Europea. El marcador verde indica el nivel de gasto en defensa sobre PIB financiado nacionalmente en el año de referencia utilizado para flexibilizar la cláusula de escape nacional. Para Grecia, Bulgaria y España, el año de referencia es 2024; para el resto de Estados miembros, 2021. Los datos corresponden a gasto en defensa financiado nacionalmente según la clasificación COFOG 02. Las barras sombreadas hacen referencia a los países que no han solicitado la activación de la NEC para el gasto en defensa.

La Comisión ha señalado que los Estados miembros que adopten medidas para reforzar la seguridad energética y acelerar la transición hacia el abandono de los combustibles fósiles podrían solicitar una ampliación del ámbito de la cláusula nacional de escape para defensa. A petición del Estado miembro, esta podría cubrir medidas emprendidas desde febrero de 2026 para reducir la dependencia de combustibles fósiles importados. La ampliación no alteraría el límite global de flexibilidad del 1,5 % del PIB, pero reservaría dentro de él un margen específico para medidas energéticas: hasta el 0,3 % del PIB anual en 2026-2028 y el 0,6 % acumulado en el periodo. Por tanto, no supondría un margen adicional, sino una reasignación parcial del espacio de flexibilidad existente.

Ante esta posible ampliación, el *European Fiscal Board* advierte de que podría debilitarse la credibilidad del nuevo marco fiscal, al generar la percepción de que pueden abrirse nuevas excepciones ante presiones políticas para aumentar determinadas partidas de gasto. Además, recuerda que la crisis energética de 2022-2023 mostró los riesgos de las ayudas generalizadas, que pueden sostener la demanda agregada, alimentar las expectativas inflacionistas y reproducir patrones poco focalizados. Por ello, una mayor flexibilidad fiscal podría generar un impulso adicional en un contexto de presiones inflacionistas y erosionar la credibilidad del marco fiscal europeo.

El Paquete de Primavera reconoce la resiliencia de la economía española y los avances registrados en materia de déficit, deuda e inversión pública. No obstante, mantiene el énfasis en la necesidad de preservar la disciplina fiscal y asegurar el cumplimiento de la senda de gasto neto. En este contexto, la Comisión prevé para España una desviación de la evolución del gasto neto más contenida que la estimada por AIReF en 2026, tanto en términos anuales como acumulados, y también tras aplicar la flexibilidad asociada a la cláusula nacional de escape para defensa.

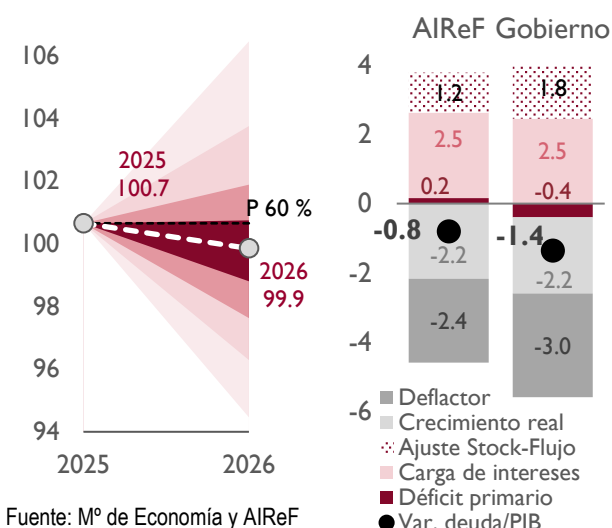
Según la Comisión, el gasto neto en España creció un 4,8 % en 2025 y un 9,3 % acumulado en 2024-2025, con una desviación acumulada del 0,1 % del PIB, dentro del margen de flexibilidad permitido por la cláusula nacional de escape. Para 2026, la Comisión prevé un crecimiento del gasto neto del 5,1 %, inferior al 5,8 % estimado por AIReF, y un aumento del 14,9 % entre 2024 y 2026, frente al 15,7 % de AIReF. Aunque ambas instituciones coinciden en que el gasto neto superaría la tasa máxima recomendada, tras aplicar la flexibilidad por defensa la desviación se mantendría dentro de los límites permitidos: 0,4 % del PIB según la Comisión y 0,6 % según AIReF.

En el caso de los Estados miembros que, como España, cuentan con un periodo de ajuste presupuestario ampliado a siete años, la Comisión también evaluó el cumplimiento de los hitos clave de reforma e inversión que justifican dicha prórroga. Esta evaluación se basa en la información incluida en el informe anual de progreso remitido por España. La Comisión concluye que, en términos generales, España ha cumplido satisfactoriamente los compromisos asumidos.

En relación con la supervisión fiscal, la Comisión recomienda a España respetar la senda de gasto neto, utilizar solo de forma limitada la flexibilidad de la cláusula nacional de escape para defensa y reforzar el gasto militar de manera eficiente y compatible con la sostenibilidad fiscal. Asimismo, pide que las ayudas energéticas sean temporales y focalizadas, que se ejecuten las reformas e inversiones comprometidas y que se refuerce la sostenibilidad fiscal mediante una reducción del gasto tributario y una mayor eficiencia del gasto público.

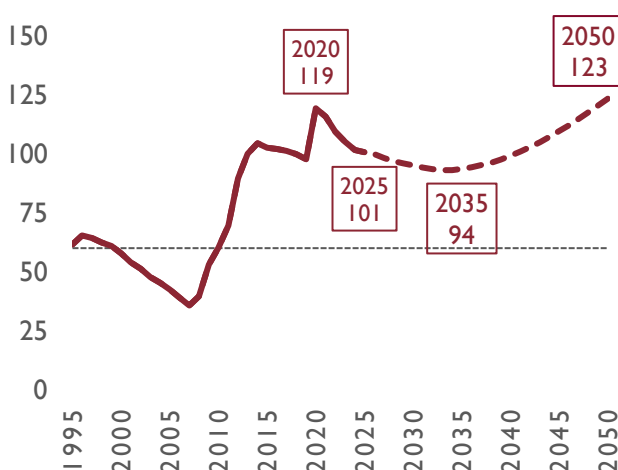
La ratio de deuda sobre PIB ha seguido una trayectoria más favorable que la prevista en el PFEMP, situándose siete décimas por debajo de lo contemplado en el Plan. Esta evolución se explica, principalmente, por un crecimiento real superior al proyectado y por una carga de intereses inferior a la anticipada en el Plan. En sentido contrario, el déficit primario y el ajuste stock-flujo han sido superiores a lo previsto, mientras que el deflactor del PIB ha resultado inferior al proyectado, factores que han limitado la reducción de la ratio y han ejercido presión al alza sobre la deuda. Esta mejora se ha producido pese a la revisión del PIB nominal del INE, que elevó en dos décimas el nivel inicial de deuda respecto al contemplado en el PFEMP.

### Previsiones deuda y contribuciones para 2026

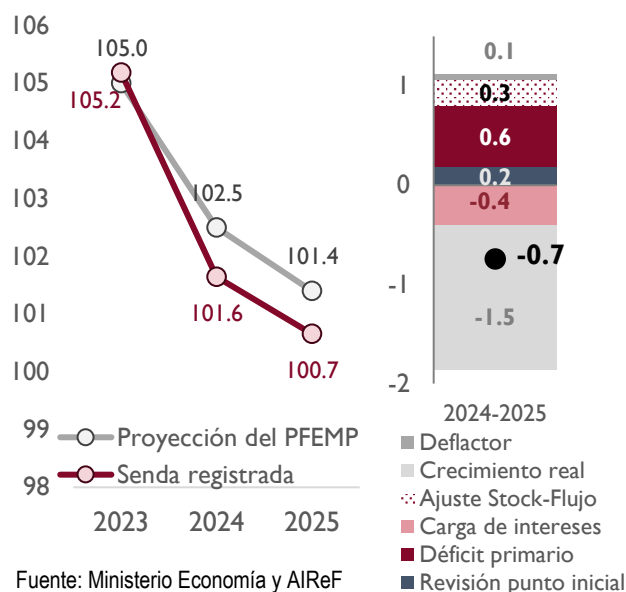


Esta reducción es consistente con las proyecciones presentadas por el Gobierno en el Informe de Progreso Anual, que sitúan la ratio de deuda sobre PIB en el 99,3%. En comparación con las previsiones de AIReF, la menor ratio prevista por el Gobierno se explica por un mayor crecimiento nominal del PIB, impulsado por un deflactor más elevado, así como por una contribución positiva del saldo primario a la reducción de la deuda. Todo ello compensa un ajuste stock-flujo previsto por el Gobierno superior al estimado por AIReF.

### Proyecciones de deuda a largo plazo (%)



### Tasa de inflación interanual principales economías

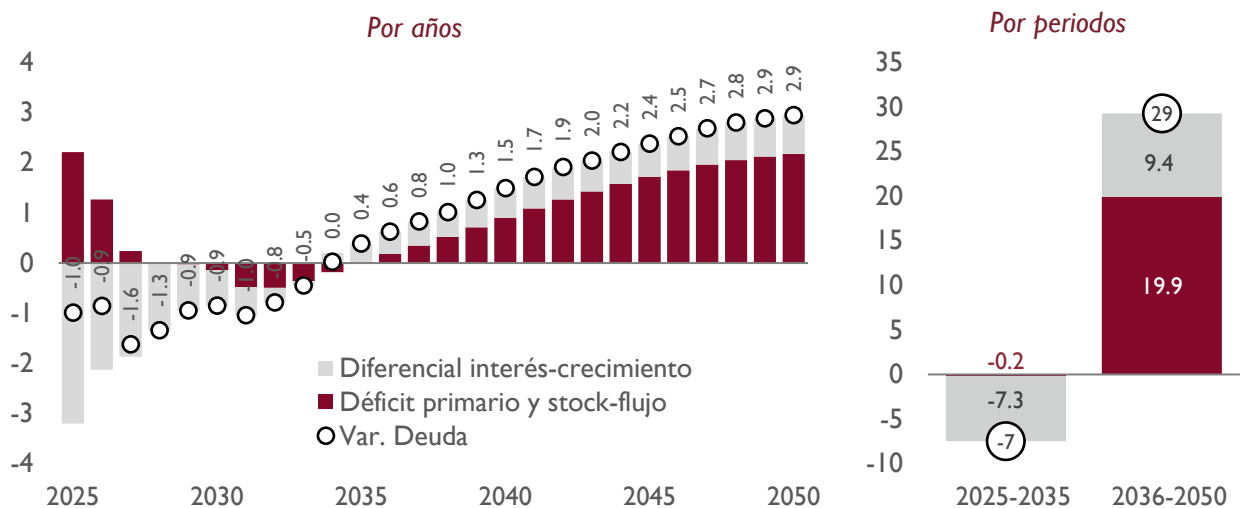


Para 2026, las previsiones macro-fiscales de la AIReF anticipan una reducción de la ratio de deuda sobre PIB de 0,8 puntos porcentuales respecto al nivel registrado en 2025, situándola en el 99,9 % al cierre del ejercicio. La disminución prevista se encuentra en línea con la registrada en 2025; no obstante, en 2026 la contribución del crecimiento económico será menor y el déficit público, ligeramente más elevado. Estos efectos se verán compensados por un ajuste stock-flujo más reducido. En particular, la menor recepción de préstamos europeos —que incrementan la deuda sin impacto en el déficit—, estimada en torno a 9.500 millones menos en 2026, contribuirá a esta evolución. De acuerdo con las simulaciones estocásticas, la probabilidad de que la ratio disminuya en 2026 se sitúa en el 60 %.

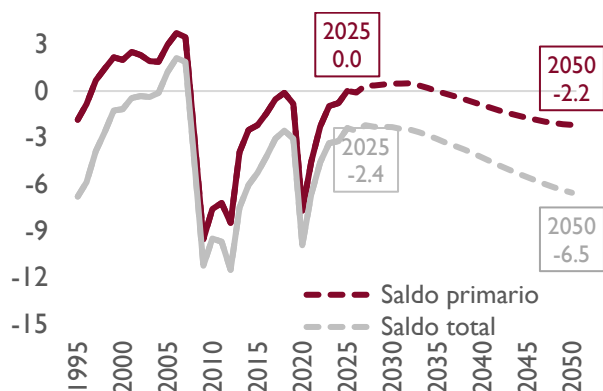


No obstante, a partir de 2035 la senda de la deuda muestra un punto de inflexión, retomando una trayectoria ascendente cada vez más pronunciada, impulsada principalmente por las crecientes presiones derivadas del gasto asociado al envejecimiento de la población. El aumento gradual del gasto en intereses, junto con un moderado crecimiento potencial de la economía, provocará un cambio de signo en el diferencial entre el tipo de interés y el crecimiento económico —el denominado efecto “bola de nieve”—, que pasará a contribuir positivamente a la acumulación de deuda. Esta dinámica, unida a la reaparición de déficits primarios asociados a un mayor gasto por el envejecimiento de la población, configurará una senda desfavorable para la ratio de deuda pública en el largo plazo. Como resultado, la deuda acumularía en el periodo 2035-2050 un incremento cercano a 30 puntos porcentuales, situándose en torno al 123 % del PIB al final del horizonte de proyección.

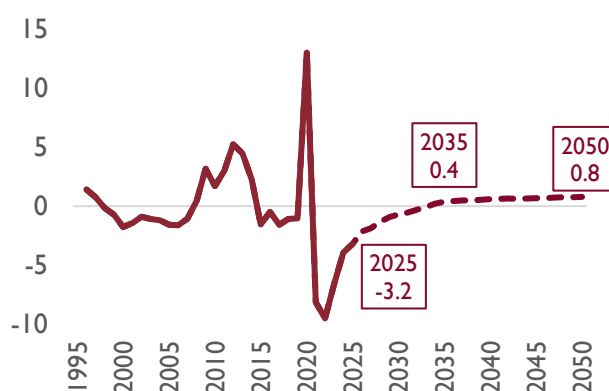
#### Contribuciones a la variación de la deuda (p. p.), por años y periodos



#### Saldo público (% PIB)



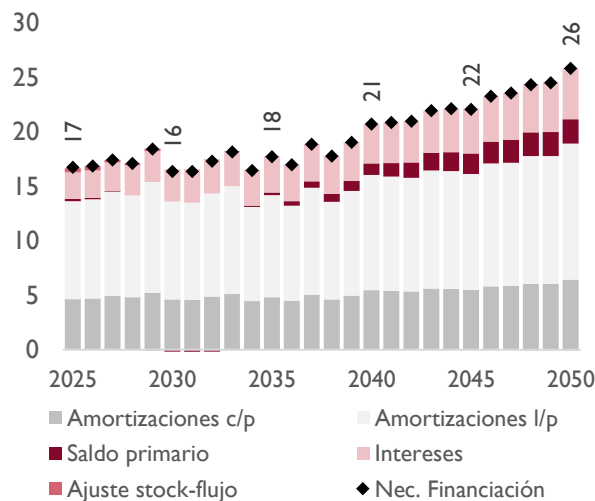
#### Diferencial tipo de interés-crecimiento (p. p.)



Fuente: AIReF

Las necesidades brutas de financiación se mantendrían relativamente contenidas durante la primera parte del horizonte de proyección, aunque mostrando una tendencia creciente a medio y largo plazo. La evolución proyectada de las necesidades brutas de financiación es coherente con la dinámica prevista para la ratio de deuda pública. Durante la primera parte del horizonte de proyección, las necesidades de financiación se mantendrían relativamente contenidas, en niveles similares a los registrados en los últimos años —en torno al 17 % del PIB—, sin embargo, a medida que la ratio de deuda retome una trayectoria ascendente a partir de mediados de la próxima década, las necesidades brutas de financiación comenzarían a incrementarse de forma más acusada, hasta alcanzar el 21 % del PIB en 2040 y el 26 % en 2050.

#### Necesidades brutas de financiación (% PIB)

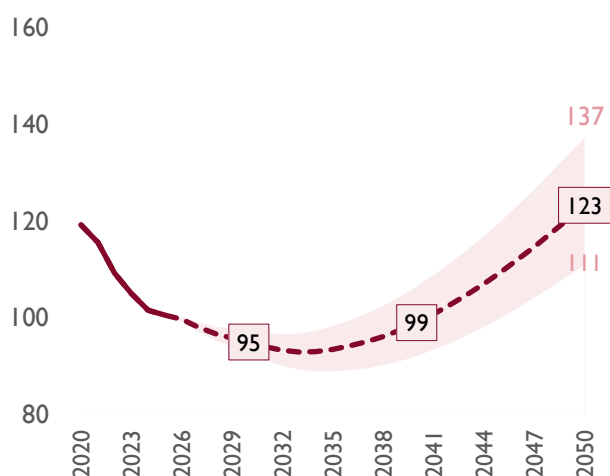


Fuente: AIReF

Este aumento vendría explicado principalmente por el crecimiento progresivo del gasto en intereses y el deterioro del saldo primario, mientras que las amortizaciones aumentarían de forma más gradual conforme se materialicen los vencimientos asociados al mayor volumen de deuda acumulada.



Intervalo de deuda (% PIB) sobre escenarios de evolución del PIB



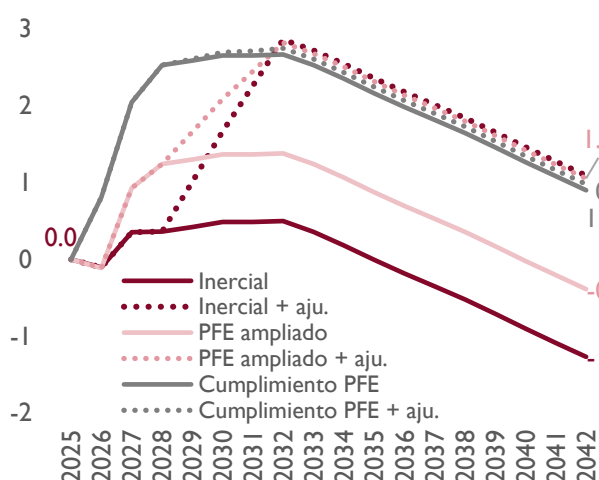
Fuente: AIReF

El cumplimiento de los compromisos del PFEMP resulta determinante para la evolución futura de la ratio de deuda y para valorar la necesidad de ajustes adicionales una vez finalizado el periodo cubierto por el plan. Con este fin, se calcula el ajuste que sería necesario incorporar en un futuro plan fiscal a cuatro años, entre 2029 y 2032, bajo distintas hipótesis de evolución del saldo primario y manteniendo constantes el resto de las proyecciones de largo plazo.

- En el escenario de cumplimiento estricto de los objetivos del PFEMP hasta 2028, la dinámica de la ratio de deuda sería suficientemente favorable como para que apenas fueran necesarios ajustes adicionales, limitándose el ajuste requerido a dos centésimas anuales.
- En cambio, si se agotara el margen permitido por la cuenta de control ampliada tras la aplicación de la cláusula de escape —asociada al mayor gasto en defensa—, el ajuste necesario ascendería a 0,36 puntos anuales, equivalente a 1,44 puntos acumulados.
- Por último, en un escenario inercial, sin medidas adicionales, el esfuerzo requerido sería mayor, con un ajuste de 0,59 puntos anuales, 2,36 puntos en total.

En cualquier caso, sería necesario elevar el superávit primario hasta el 2,8 % del PIB, lo que implicaría alcanzar una situación de equilibrio en el saldo público.

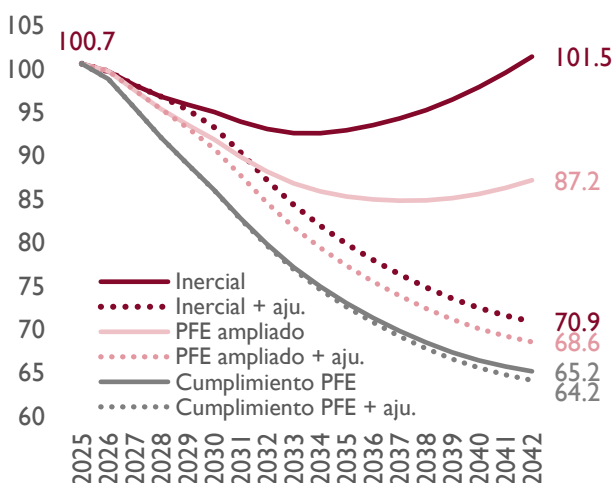
Saldo primario (% PIB) bajo distintos escenarios de cumplimiento de los compromisos del PFEMP



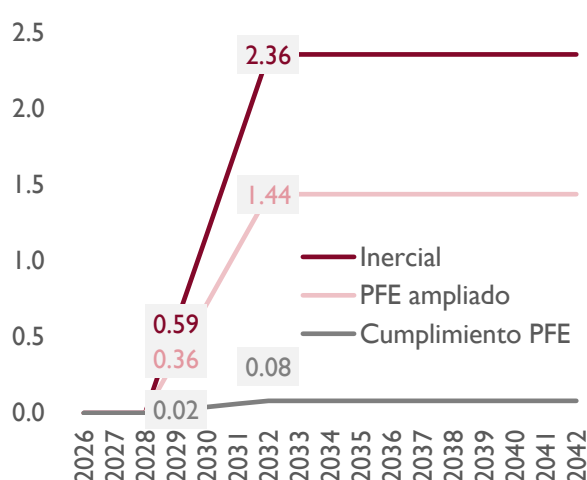
Fuente: AIReF

De acuerdo con un análisis de sensibilidad de medio punto en las principales variables determinantes, el rango de variación de la ratio de deuda alcanzaría unos 26 puntos en 2050. Dado el impacto de las previsiones macroeconómicas y fiscales sobre la ratio de deuda, especialmente en un horizonte de 25 años, se han elaborado escenarios alternativos de sensibilidad aplicando variaciones de  $\pm 0,5$  p. p. sobre el escenario central de crecimiento, tipos de interés y saldo primario. Los resultados muestran efectos similares en los tres casos. En 2050, la ratio de deuda oscilaría en un rango de unos 26 puntos, entre el 110 % en el escenario de mayor crecimiento y el 136 % en el de menor crecimiento. Además, dado que la ratio aumenta en el escenario central, el impacto de las distintas hipótesis se intensifica con el tiempo, ampliando la dispersión de los resultados.

Evolución de la ratio de deuda bajo distintos escenarios de cumplimiento de los compromisos del PFEMP

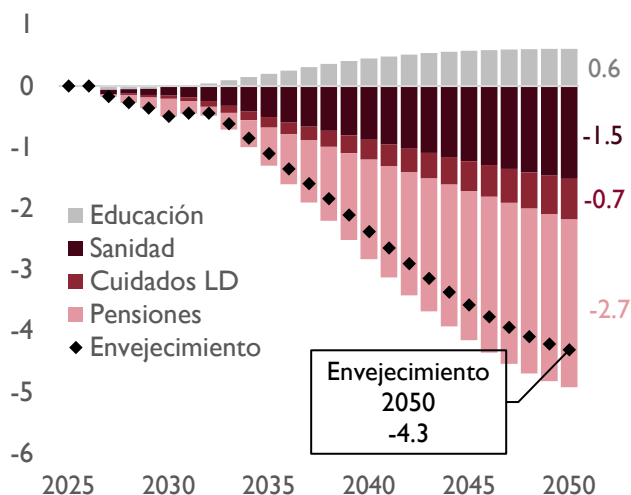


Ajuste necesario en cada escenario para cumplir con las condiciones del marco de gobernanza



La evolución de la demografía condicionará el desarrollo de las variables fiscales en las próximas décadas, y en última instancia la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. El escenario central de la AIReF incorpora el impacto de la dinámica poblacional sobre las principales variables macrofiscales.

*Contribuciones a la variación del saldo primario de los componentes del envejecimiento (p. p.)*



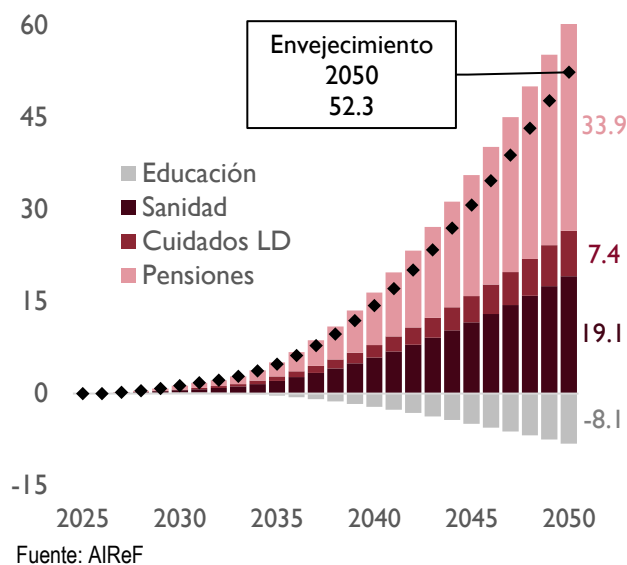
Fuente: AIReF

El impacto del envejecimiento sobre la ratio de deuda sería reducido en los primeros años, pero aumentaría de forma muy acusada a partir de mediados de la década de 2030. La presión creciente del gasto asociado a la evolución demográfica se iría acumulando año tras año y se trasladaría progresivamente a la deuda pública. Como resultado, en 2050 la ratio de deuda sería alrededor de 53 puntos de PIB superior a la que se obtendría en un escenario sin el incremento de gasto vinculado al envejecimiento.

La mayor parte de este impacto sobre la deuda procedería del gasto en pensiones, que explicaría 33,9 puntos del aumento de la deuda en 2050. El gasto sanitario también tendría una contribución relevante, con 18,5 puntos, y los cuidados de larga duración, con 7,2 puntos, cuyo peso aumenta de forma gradual a lo largo del periodo. El menor gasto en educación reduciría la ratio de deuda en 6,9 puntos, compensando parcialmente estas presiones.

De acuerdo con las proyecciones del escenario central de AIReF, el deterioro del saldo primario durante la próxima década estará impulsado principalmente por el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto público. Este efecto se intensificará a partir de mediados de la década de 2030: superará 1 punto del PIB en 2035 y alcanzará un deterioro de alrededor de 4,4 puntos del PIB en 2050. La mayor parte del impacto procederá del aumento del gasto en pensiones, seguido del gasto sanitario y del asociado a los cuidados de larga duración. En sentido contrario, el gasto en educación tendrá una contribución ligeramente positiva, de unos 0,4 puntos del PIB, como consecuencia de la evolución de la población en edad educativa.

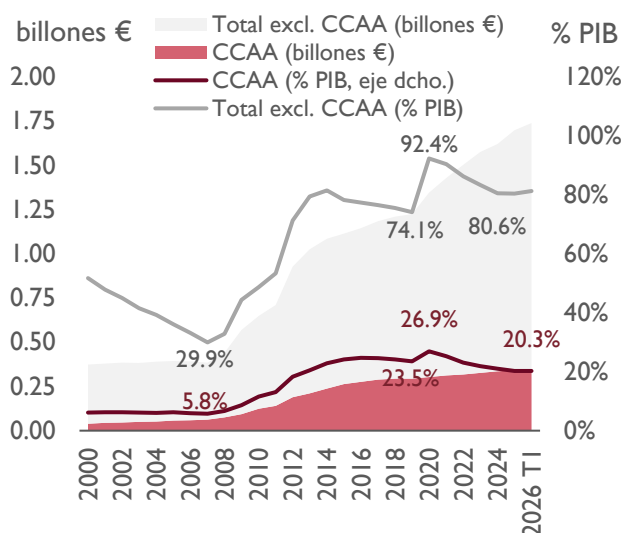
*Contribuciones a la variación de la deuda de los componentes del envejecimiento*



Fuente: AIReF

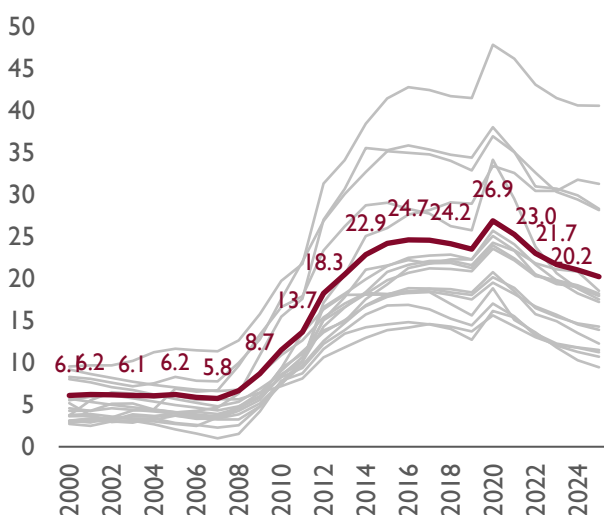
A nivel autonómico, la ratio de deuda sobre el PIB de las CC. AA. ha registrado una reducción significativa tras el máximo alcanzado en 2020, cuando se situó en el 26,9% coincidiendo con el repunte asociado a la pandemia. Desde entonces, la ratio ha disminuido en 6,7 puntos, hasta situarse en el 20,3% del PIB en el primer trimestre de 2026. Este descenso la coloca por debajo de los niveles próximos al 24% en los que se había mantenido de forma relativamente estable durante los años previos a la pandemia. Pese a esta corrección, el endeudamiento del subsector autonómico sigue superando en 7,3 puntos la referencia legal del 13% establecida por la LOEPSF, umbral por debajo del cual no se sitúa desde 2010. En perspectiva histórica, la ratio continúa lejos del mínimo registrado en 2007, cuando alcanzó el 5,8%.

Deuda (billones euros y % PIB), CCAA y resto



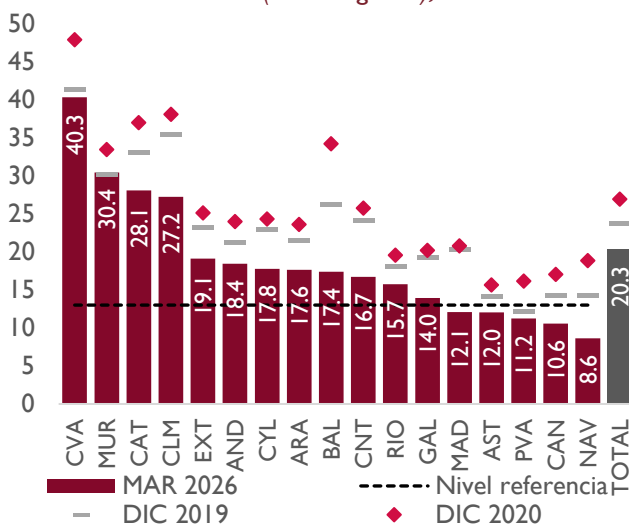
Fuente: Banco de España y AIReF

Deuda (% PIB), subsector y CCAA



Fuente: Banco de España

Deuda de las CC.AA. (%PIB regional), marzo de 2026



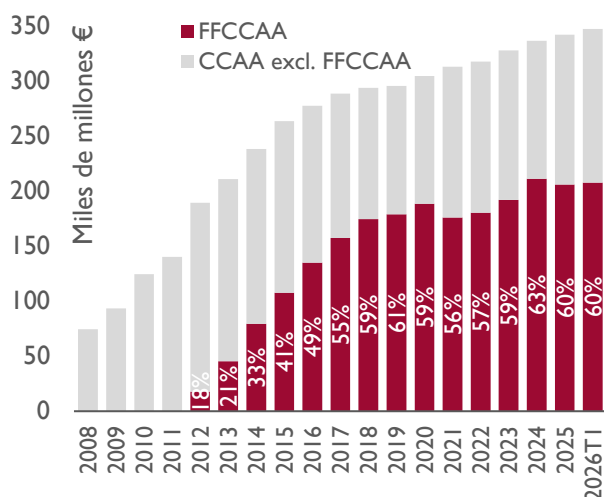
Fuente: Banco de España y AIReF

Esta evolución agregada presenta, no obstante, diferencias muy acusadas entre comunidades autónomas. La reducción de la deuda desde el máximo alcanzado en 2020 no ha sido homogénea y las posiciones relativas siguen reflejando los distintos niveles de endeudamiento acumulados durante las crisis anteriores. En el primer trimestre de 2026, la distancia entre la comunidad con mayor ratio de deuda, la Comunitat Valenciana, con el 40,3 % del PIB, y la menos endeudada, Navarra, con el 8,6 %, alcanza 31,7 puntos. Esta dispersión pone de manifiesto que, aunque el subsector en su conjunto ha reducido su deuda, una parte relevante de las comunidades (12 de las 17 CC. AA) mantiene todavía niveles muy alejados de la referencia legal del 13 %.

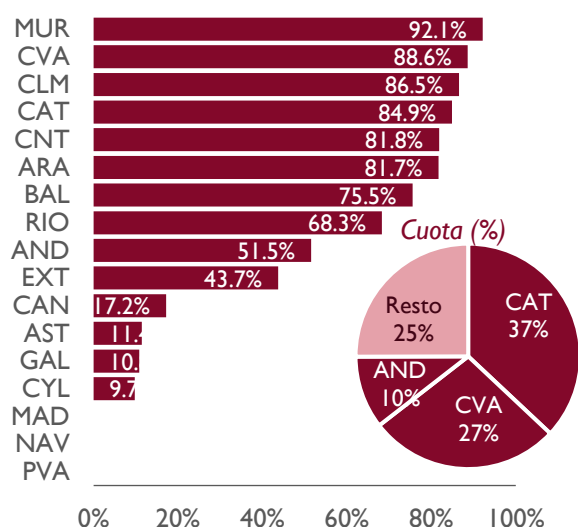
El análisis de la evolución reciente muestra, además, que la corrección de la deuda autonómica tras la pandemia ha sido generalizada, aunque con intensidad desigual entre comunidades. En comparación con el nivel prepandemia, todas las comunidades autónomas han reducido su ratio de deuda, con la excepción de la Región de Murcia, que continúa situándose por encima del nivel registrado en diciembre de 2019. Desde el máximo alcanzado en diciembre de 2020, las reducciones más intensas se han producido en Baleares y Castilla-La Mancha, mientras que Asturias también destaca por la magnitud del ajuste respecto al nivel prepandemia. Por su parte, Cataluña y la Comunitat Valenciana, pese a seguir figurando entre las comunidades con mayor endeudamiento relativo, se encuentran también entre las que más han reducido su ratio desde el pico de 2020.

En conjunto, el gráfico pone de manifiesto que, aunque la deuda autonómica ha descendido de forma apreciable desde los máximos alcanzados durante la pandemia, el proceso de corrección ha sido desigual y no ha eliminado las diferencias acumuladas entre comunidades

*Deuda de las CC.AA.: mecanismos extraordinarios y resto (miles de millones € y % sobre el total), 2026T1*



*Participación (%) de los FFCCAA en el total de la deuda, 2026T1*



Fuente: Banco de España y AIReF

En términos de cuota sobre el total, la concentración sigue siendo muy elevada: Cataluña, la Comunitat Valenciana y Andalucía acumulan en torno al 75 % del volumen total de FFCCAA.

**En línea con la mejora del rating soberano de España en 2025, las últimas revisiones de las calificaciones crediticias de las CC. AA. han mostrado un sesgo claramente positivo.**

Estas calificaciones completan la valoración de su posición financiera al incorporar, junto al nivel de endeudamiento, la evolución presupuestaria, la liquidez, la capacidad de acceso a mercado.

En el último año, Moody's elevó la calificación de varias regiones, entre ellas Andalucía, Asturias, Castilla y León, Galicia, Madrid, Extremadura, Castilla-La Mancha, Murcia, Comunitat Valenciana, Cataluña y País Vasco. Fitch mejoró también la nota de varias comunidades, como País Vasco, Cataluña, Castilla-La Mancha, Murcia y Comunitat Valenciana, y posteriormente elevó la de Madrid. Finalmente, S&P revisó al alza distintas calificaciones, entre ellas las de Andalucía, Aragón, Extremadura, Canarias, Cantabria, Navarra y Galicia. No obstante, sigue existiendo una elevada heterogeneidad entre comunidades. Las regiones con menor endeudamiento relativo, mayor autonomía fiscal o mejor posición de liquidez tienden a situarse en los tramos superiores de la escala.

En cuanto a la forma de financiación de la deuda autonómica, el peso de los mecanismos extraordinarios de financiación se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, en torno al 60 %. Tras el rápido aumento registrado entre 2012 y 2016, coincidiendo con la puesta en marcha y consolidación de instrumentos como el Fondo de Liquidez Autonómica, la Facilidad Financiera y el Fondo de Pago a Proveedores, estos mecanismos pasaron a representar una parte mayoritaria de la financiación de las CC. AA. Desde entonces, su peso se ha estabilizado, situándose en torno al 60 % entre 2018 y 2026, con ligeras oscilaciones, pero sin cambios significativos en la composición agregada de la deuda autonómica.

No obstante, el recurso a estos mecanismos presenta una elevada heterogeneidad entre comunidades autónomas. Actualmente, Murcia encabeza el ranking, con el 92,1 % de su deuda financiada mediante FFCCAA, seguida de la Comunitat Valenciana, Castilla-La Mancha, Cataluña, Cantabria, Aragón y Baleares, todas ellas con porcentajes superiores al 75 %. En un segundo grupo se sitúan La Rioja y Andalucía, con una utilización todavía elevada, mientras que Extremadura ha reducido de forma notable su dependencia, desde el 78,3 % registrado en el observatorio anterior hasta el 43,7 %. También destacan las caídas de Cantabria, del 93,9 % al 81,8 %, así como las reducciones de Cataluña, Andalucía, Galicia y Asturias. En sentido contrario, los mayores aumentos se observan en Murcia, Aragón, Baleares y La Rioja. Por último, Canarias, Galicia, Asturias y Castilla y León presentan una utilización reducida, inferior al 20 %, mientras que Madrid, Navarra y País Vasco no mantienen deuda financiada a través de estos mecanismos.

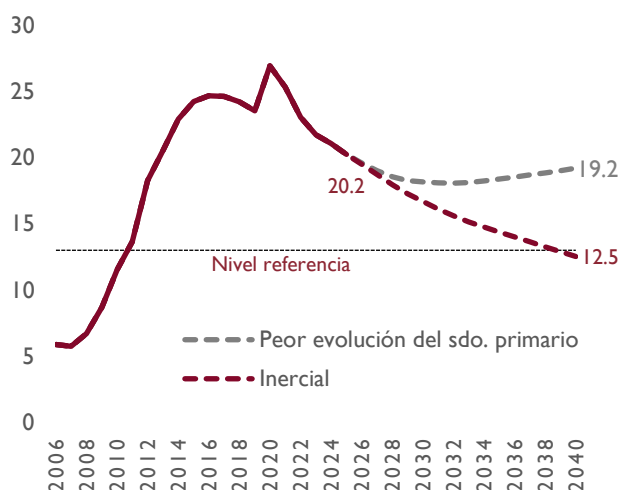
### Calificación crediticia

|                      | Moody's | S&P  | Fitch |
|----------------------|---------|------|-------|
| ANDALUCÍA            | A3      | A    | WD    |
| ARAGÓN               | -       | A-   | -     |
| P. DE ASTURIAS       | A3      | -    | WD    |
| ILLES BALEARS        | -       | A    | -     |
| CANARIAS             | -       | A+   | WD    |
| CANTABRIA            | -       | A+   | WD    |
| CASTILLA Y LEÓN      | A3      | -    | -     |
| CASTILLA -LA MANCHA  | Baa3    | -    | BBB   |
| CATALUÑA             | Baa3    | -    | BBB+  |
| EXTREMADURA          | Baa1    | BBB+ | -     |
| GALICIA              | A3      | A+   | -     |
| COMUNIDAD DE MADRID  | A3      | A    | A     |
| REGIÓN DE MURCIA     | Baa3    | -    | BBB   |
| C. FORAL DE NAVARRA  | -       | AA   | -     |
| PAÍS VASCO           | A2      | AA-  | A+    |
| LA RIOJA             | -       | -    | BBB+  |
| COMUNITAT VALENCIANA | -       | BB+  | BBB   |

Fuente: Refinitiv y AIReF

La AIReF proyecta que, en un escenario de políticas constantes, en el que se prevé un superávit primario de cuatro décimas en 2030, la ratio de deuda sobre PIB del subsector autonómico mantendrá una senda continuamente decreciente, situándose en el 12,5% en 2040. Esta trayectoria descendente estaría impulsada por el crecimiento esperado del PIB y por los superávits previstos, que contribuirían a reducir la deuda en 8,4 y 6,7 puntos, respectivamente, durante los próximos quince años. Por el contrario, la carga de intereses actuaría como el principal factor de compensación de esta reducción, aportando un incremento acumulado de 7,2 puntos. Un escenario de peor evolución del saldo primario, con un deterioro acumulado de medio punto respecto al escenario inercial, situaría el déficit primario en una décima del PIB en 2030 y mantendría la deuda en una trayectoria estabilizada en torno al 19%, prácticamente en línea con el nivel actual.

Proyecciones deuda (% PIB)

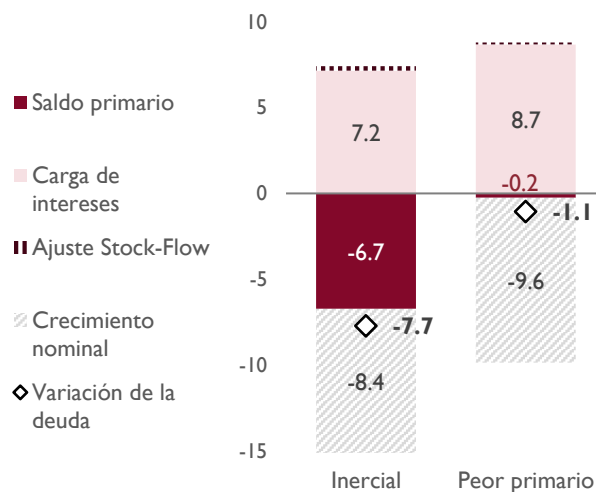


Fuente AIReF

El escenario inercial utiliza la última proyección a medio plazo de la AIReF sobre los saldos primarios hasta 2030, manteniendo dicho saldo constante como porcentaje del PIB a partir de ese año.

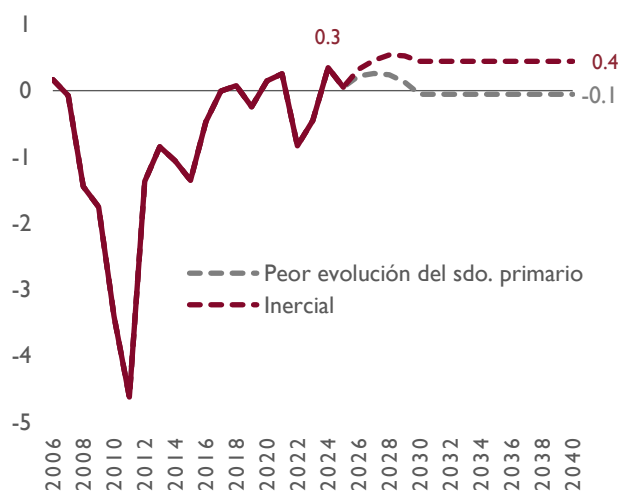
El escenario de peor evolución del saldo primario contempla un deterioro anual de una décima durante los próximos cinco años, hasta alcanzar una desviación acumulada de medio punto.

Contribuciones a la variación acumulada 2026-2040 de la ratio de deuda (p. p)



**Bajo el escenario inercial, se prevé que el conjunto del subsector autonómico alcance el límite de referencia legal del 13% en 2039.** No obstante, a nivel de comunidades autónomas, la situación es muy heterogénea. Cinco comunidades ya se situarían por debajo de dicho umbral —País Vasco, Navarra, Canarias, Madrid y Asturias—, mientras que se espera que Galicia lo alcance a lo largo de 2026. Asimismo, otro grupo de cinco comunidades —Cantabria, La Rioja, Baleares, Aragón y Andalucía— alcanzaría el límite de referencia entre 2029 y 2032. En el extremo más desfavorable se encontrarían la Comunitat Valenciana, la Región de Murcia y Cataluña, para las que no se prevé el cumplimiento del umbral antes de 2050. Por su parte, Castilla-La Mancha y Castilla y León se situarían en una posición intermedia, alcanzándolo en 2037 y 2042, respectivamente.

Proyecciones de saldo primario (% PIB)



Fuente AIReF

Año en que se alcanza el límite de referencia del 13%, bajo un escenario inercial)

