



O ESCENARIO FINANCEIRO.

III. O ESCENARIO FINANCIERO.

III.1. ENTORNO DE MERCADO.

Tras un período prolongado de subidas de tipos iniciado en xullo de 2022, nos últimos meses as autoridades monetarias comezaron a axustar as súas políticas cara a unha dirección menos restritiva, nun primeiro momento con pausas nas subidas de tipos de xuro e máis recentemente con algunhas reducións.

No caso do Banco Central Europeo (BCE), este xiro na política monetaria estivo provocado fundamentalmente por dúas razóns:

En primeiro lugar, a inflación, que foi o principal motor das subidas anteriores, comezou a mostrar signos claros de moderación, especialmente nos prezos da enerxía e dos alimentos. Neste sentido, o BCE espera que a inflación se reduza gradualmente ata alcanzar o obxectivo do 2%, cunha proxección para a eurozona do 2,5% en 2024, 2,2% para 2025 e do 1,9% para 2026. En relación coa inflación subxacente, a proxección é do 2,9 % en 2024, 2,3 % en 2025 e o 2,0 % en 2026, tras a recente revisión lixeiramente á alza como consecuencia do dato de inflación dos servizos, que foi máis alto do previsto.

E en segundo lugar, a desaceleración económica na eurozona, con taxas de crecemento máis débiles en países como Alemaña e Francia, aumentou o risco dunha recesión prolongada, o que levou ao BCE a priorizar a estabilidade económica sobre o control agresivo da inflación.

En consecuencia, o BCE reduciu os tipos de xuro oficiais do 4% ao 3,5%, a través de dúas baixadas de 25 puntos básicos aprobadas en xuño e setembro de 2024.

Así mesmo, a Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos anunciou en setembro unha baixada de medio punto, situando os tipos nun rango do 4,75 % ao 5 %, en resposta á desaceleración no crecemento do emprego e a moderación da inflación.

En canto á evolución futura dos tipos de xuro, os mercados anticipan que en decembro de 2024 o BCE recorte os tipos en 25 puntos básicos. Aínda que as expectativas actuais apuntan a máis recortes, está previsto que o BCE manteña un enfoque prudente, co que as decisións se adoptarán en cada reunión en función dos datos económicos e financeiros, a dinámica da inflación subxacente e a intensidade da transmisión da política monetaria.

Desta forma, aínda que se espera unha senda baixista de tipos, calquera shock externo, como un incremento da inestabilidade xeopolítica con repercusións nos prezos da enerxía, podería levar ao BCE a axustar novamente a súa política en función das condicións cambiantes.

Cadro I. Principais indicadores financeiros

		30.09.2024	Variación 2024	Variación interanual
Tipos referencia	BCE	3,50 %	-50 pb.	-50 pb.
bancos centrais	FED	4,75%	-50 pb.	-50 pb.
Tipos xuro 3 meses	Eurozona	3,28%	-63 pb.	-67 pb.
	EE.UU.	4,63%	-67 pb.	-108 pb.
Tipos xuro 12 meses	Eurozona	2,75%	-76 pb.	-148 pb.
	EE.UU.	4,14%	-110 pb.	-171 pb.
Tipos débeda 10 anos	Alemaña	2,16%	6 pb.	-67 pb.
	EE.UU.	3,81%	-9 pb.	-74 pb.
Índices renda variable	Euro Stoxx 50	5.000,45	10,80%	8,10%
	S&P 500	5.762,48	21,50%	10,61%
Divisas	EUR/USD	1,1196	2,19%	3,65%

III.2. EVOLUCIÓN RECENTE DOS MERCADOS FINANCEIROS.

En 2024 obsérvase un cambio de ciclo na política monetaria, tras un 2023 caracterizado pola implementación dunha política monetaria restritiva por parte dos principais bancos centrais, con fortes subidas dos tipos oficiais de xuro e medidas destinadas a drenar a liquidez que inxectarán na economía nos últimos anos.

Xa a finais de 2023, algunhas autoridades monetarias, principalmente en economías emerxentes, como por exemplo Brasil, non só pausaron as subas, senón que realizaron movementos de baixada de tipos de xuro ante a moderación inflacionista e os evidentes indicios de desaceleración económica.

Nos últimos meses, as principais economías avanzadas, como Estados Unidos (en setembro), Canadá (en xuño, xullo e setembro), a área do euro (en xuño e setembro) e o Reino Unido (en agosto), levaron a cabo os seus primeiros recortes dos tipos de xuro oficiais desde 2020. Así mesmo, nas economías emerxentes continuou o proceso de relaxación da política monetaria, aínda que a un ritmo menor que en trimestres previos.

Pola contra, en agosto, o Banco de Xapón elevou os tipos de xuro oficiais ata o 0,25% de forma inesperada, o que produciu algunhas tensións nos mercados financeiros internacionais.

Gráfico I. Evolución dos tipos de intervención

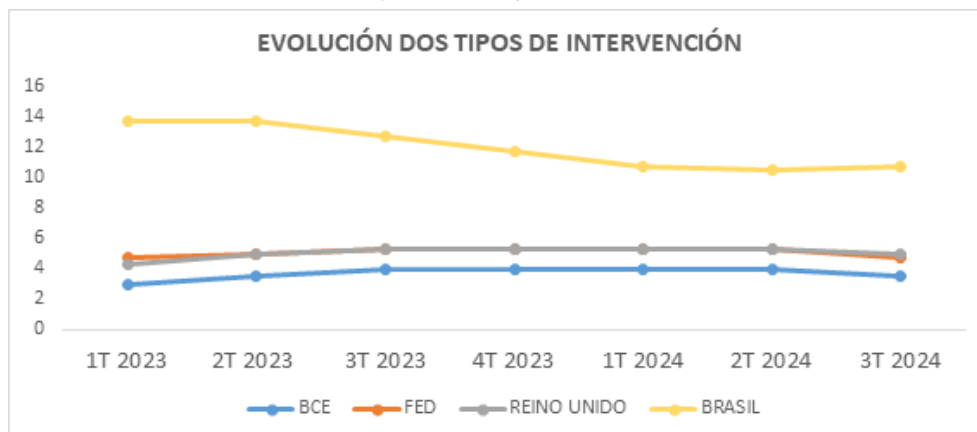
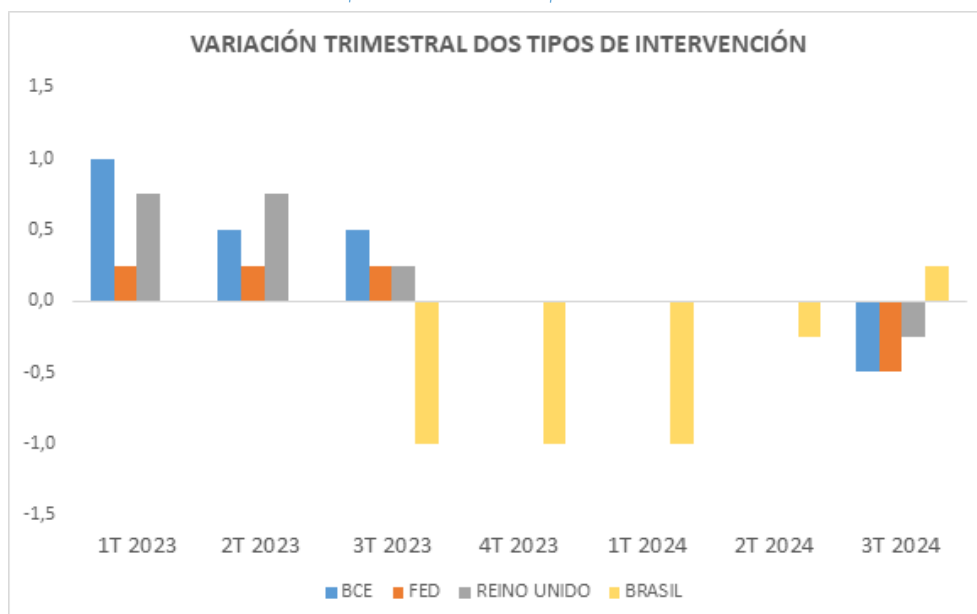


Gráfico II. Variación trimestral dos tipos de intervención



Así pois, tras á forte subida de tipos rexistrada en 2022, en 2023 os tipos de mercado tenderon á moderación anticipando un posible final no ciclo de subas.

Deste xeito, en 2024 a relaxación da política monetaria afectou sensiblemente aos tipos de xuro dos mercados, tanto aos tipos monetarios como ás rendibilidades da débeda soberana e corporativa, que levan meses experimentando caídas.

No mercado estadounidense, desde principios do ano, o tipo de xuro a 3 e 12 meses reduciuse en 67 e 126 puntos básicos, respectivamente, cando ao longo do ano 2023 o tipo de xuro a 3 meses incrementárase en 66 e o tipo de xuro a 12 meses xa rexistraba unha caída de 21 puntos básicos.

Gráfico III. Evolución interbancario USD 12 meses

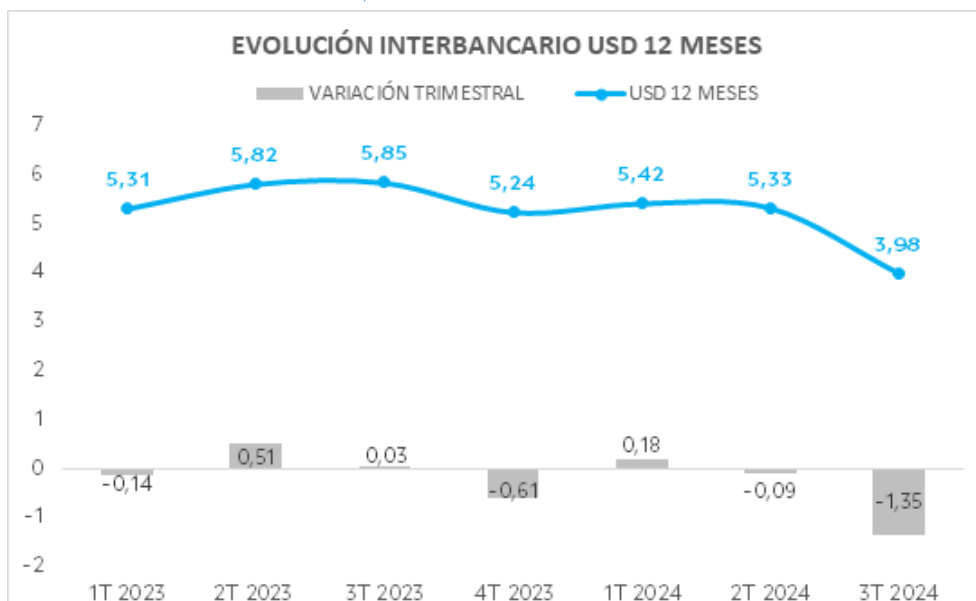
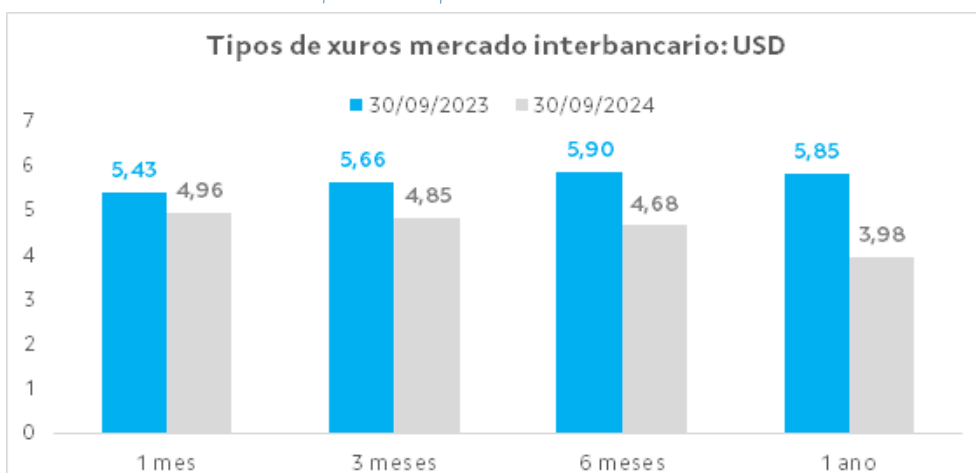


Gráfico IV. Evolución tipos de xuro mercado interbancario USD



No caso da zona do euro, neste mesmo período, o Euribor a 3 meses reduciuse en 63 puntos básicos e o Euribor a 12 meses, que é o utilizado usualmente para a fixación

das cotas dos créditos hipotecarios, en 77 puntos básicos, en tanto que no ano 2023 o incremento fora de 178 e 22 puntos básicos respectivamente.

Gráfico V. Evolución euríbor 12 meses

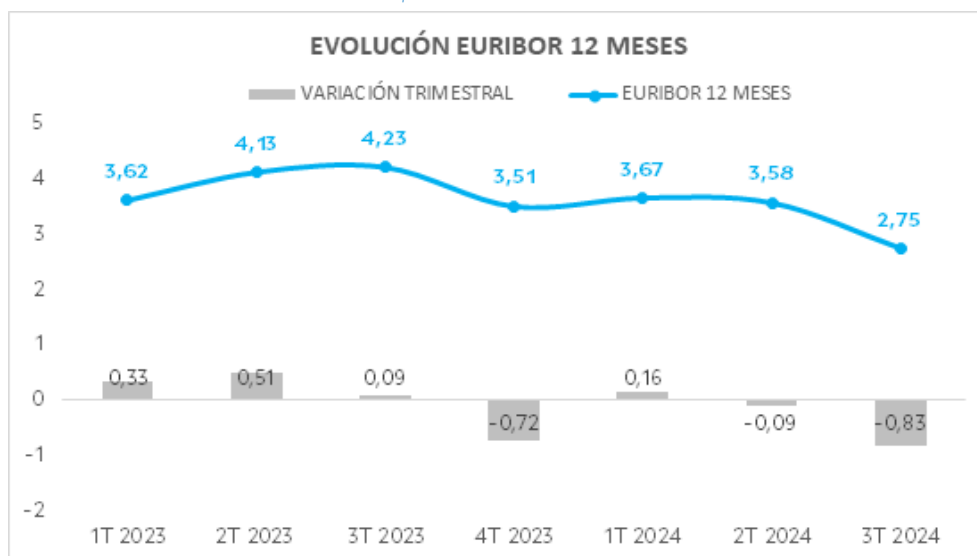
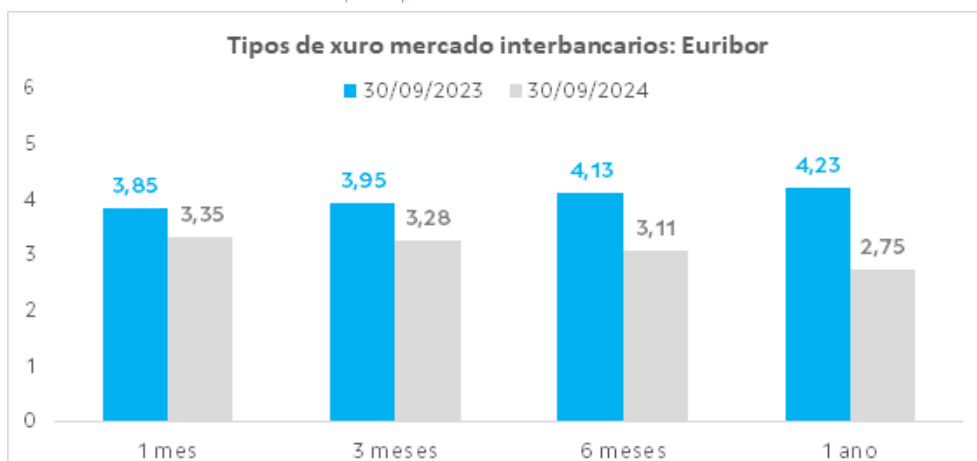


Gráfico VI. Tipos de xuro mercado interbancario: euríbor



De xeito similar, a relaxación das condicións monetarias tivo un impacto significativo nos mercados de débeda. Así, tralo forte repunte no custe da débeda no ano 2022 e a tendencia moderadamente alcista dos primeiros tres trimestres de 2023, no cuarto trimestre de 2023 produciuse unha forte caída, tanto na Eurozona como nos EEUU, que

acadou os 100 puntos básicos aproximadamente. Ao longo dos meses transcorridos de 2024 á débeda mantivo unha tendencia lixeiramente baixista.

Nos países considerados “core”, o bono americano a 10 anos pechou o mes de setembro no entorno do 3,8%, e Alemaña cotizando a mesmo prazo no 2,1%.

Gráfico VII. Curva de tipos débeda EEUU

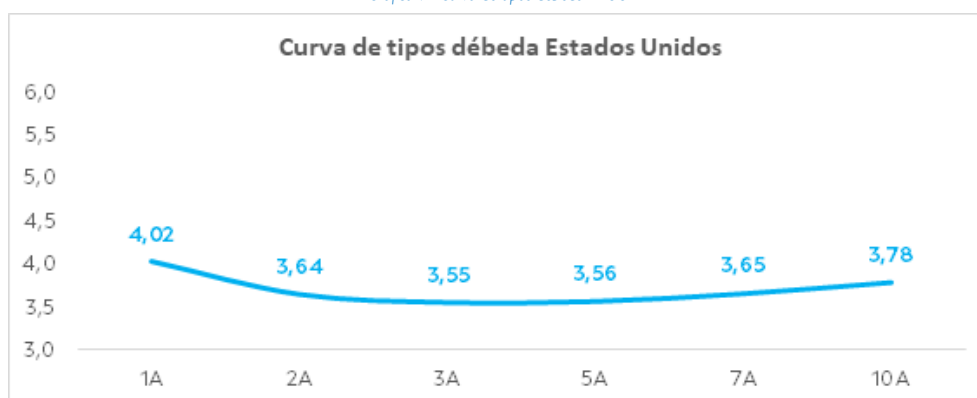
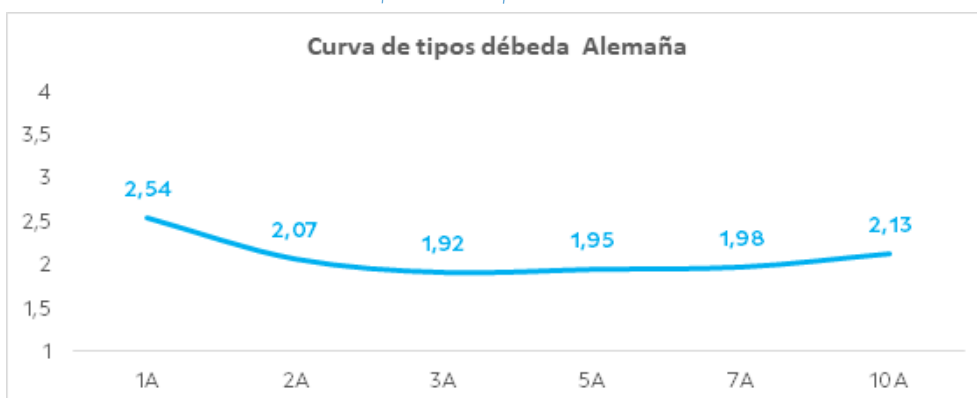
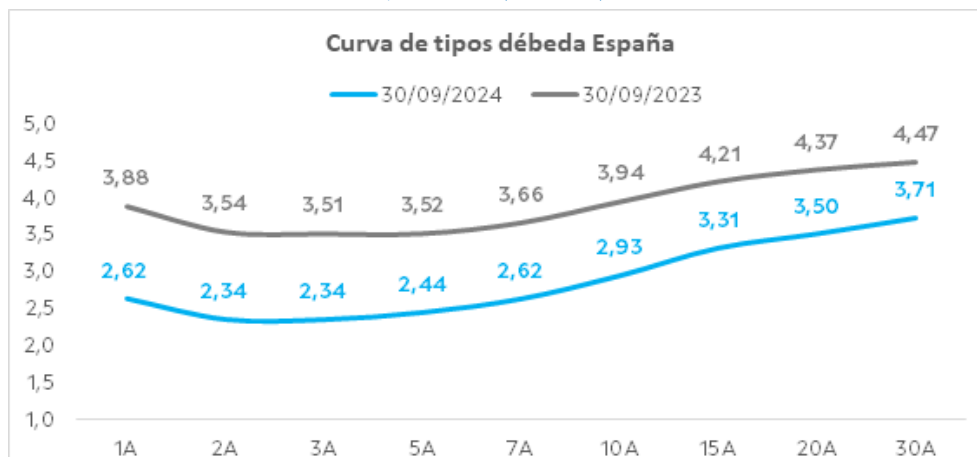


Gráfico VIII. Curva de tipos débeda Alemaña



En España a rendibilidade do seu bono a 10 anos pechou setembro no entorno do 2,9%, isto é, 5 puntos básicos por debaixo do seu nivel de final de ano e 100 puntos básicos menos que fai un ano.

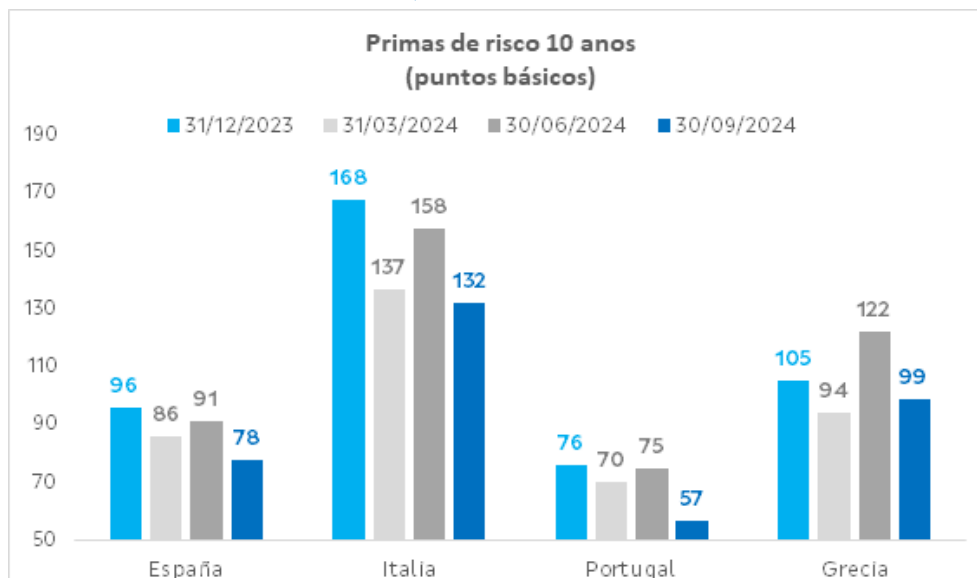
Gráfico IX. Curva de tipos debeda España



Polo que se refire a prima de risco, a relaxación da política monetaria permitiu unha caída da prima de 15 puntos básicos en 2024 e de 32 puntos básicos nos últimos doce meses. A debeda española mantivo estabilizado o seu diferencial con respecto á Alemaña por debaixo dos 100 puntos básicos, acadando a 30 de setembro un diferencial de 78 pb.

Por outra banda, resulta destacable a evolución da prima de risco francesa, que sufriu unha deterioración derivada pola incerteza política desde as eleccións anticipadas de xuño, o que se uniu á empeoramento das perspectivas orzamentarias. Este axuste permitiu que a prima de risco española iguálese coa francesa por primeira vez desde 2007.

Gráfico X. Prima de risco 10 anos



En 2024, a evolución dos principais índices bolsistas estivo marcada por unha combinación de optimismo ao redor das políticas monetarias máis flexibles e a cautela ante os desafíos macroeconómicos globais.

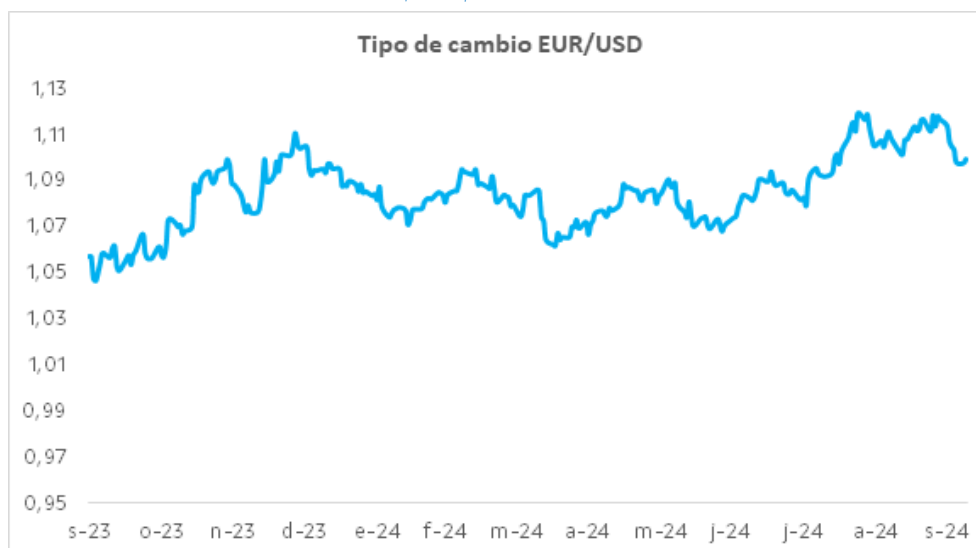
O S&P 500 e o Nasdaq en EE. UU. mostraron un crecemento impulsado polas expectativas de futuras baixadas de tipos de xuro e o desempeño robusto das grandes empresas tecnolóxicas. En Europa, o Euro Stoxx 50 tamén reflectiu ganancias, aínda que máis contidas, debido ás preocupacións sobre o crecemento económico na zona euro e a inflación persistente. En Asia, o Nikkei 225 de Xapón experimentou subidas sostidas, apoiado polas políticas expansivas do Banco de Xapón e unha reactivación no sector exportador. Con todo, a volatilidade foi constante ao longo do ano, especialmente en sectores sensibles ás taxas de interese e ás tensións xeopolíticas, como a enerxía e os bens industriais.

Cadro II. Variacións índices bursátiles

	Valor índice 30.09.24	Variación 2024	Variación interanual
S&P 500	5.762,48	21%	34%
Euro Stoxx 50	5.000,45	11%	20%
IBEX 35	11.877,3	17%	26%
PSI 20	6.792,41	5%	12%

Finalmente, polo que se refire ao mercado de divisas, o euro mostrou unha evolución relativamente estable fronte ao dólar, comezando cerca dos 1,09 dólares e acadando un máximo en agosto de 1,12. Esta subida foi motivada polas expectativas de axuste na política monetaria do BCE e unha lixeira desaceleración na economía estadounidense. Nembargante, ao longo do ano, o euro tivo que enfrentarse a presións como a persistente inflación na zona euro e o crecemento económico máis robusto en Estados Unidos, o que reforzou o atractivo do dólar como activo refuxio en momentos de incerteza, particularmente tendo en conta a inestabilidade xeopolítica.

Gráfico XI. Tipo de cambio EUR/USD



Cadro III. Variación tipos de cambio

	Cambio divisas fronte ao Euro			
	USD/EUR	JPY/EUR	CHF/EUR	GBP/EUR
30.09.2024	1,11	159,91	0,94	0,83
Variación 2024	0,81%	2,78%	1,33%	-4,06%
Variación interanual	5,34%	1,30%	-2,65%	-3,94%

En resumo, as recentes baixadas de tipos de xuro por parte dos principais bancos centrais, como a Reserva Federal de EE. UU. e o Banco Central Europeo, tiveron un impacto significativo nos mercados financeiros. Estas reducións xeraron un alivio para os mercados de renda variable, xa que os menores custos de financiamento permiten impulsar o consumo e o investimento. Os investidores, anticipando estas baixadas, reaccionaron con optimismo, o que impulsou subidas nos índices bolsistas, a medida que as empresas se benefician dunha contorna de crédito máis barato. Con todo, a desaceleración económica global, combinada coas tensións xeopolíticas, xerou volatilidade en certos sectores, especialmente naqueles vinculados á enerxía e os servizos.

Doutra banda, as expectativas dos mercados en relación con futuras baixadas de tipos xogarán un papel crucial na evolución dos activos financeiros. Aínda que moitos investidores esperan que os bancos centrais continúen relaxando as súas políticas monetarias, existe incerteza sobre a duración e magnitude destas reducións, especialmente se a inflación non cae tan rápido como se prevé. Con todo, calquera sinal de que os bancos centrais poidan pausar ou reverter estas baixadas podería xerar unha corrección rápida nos mercados.

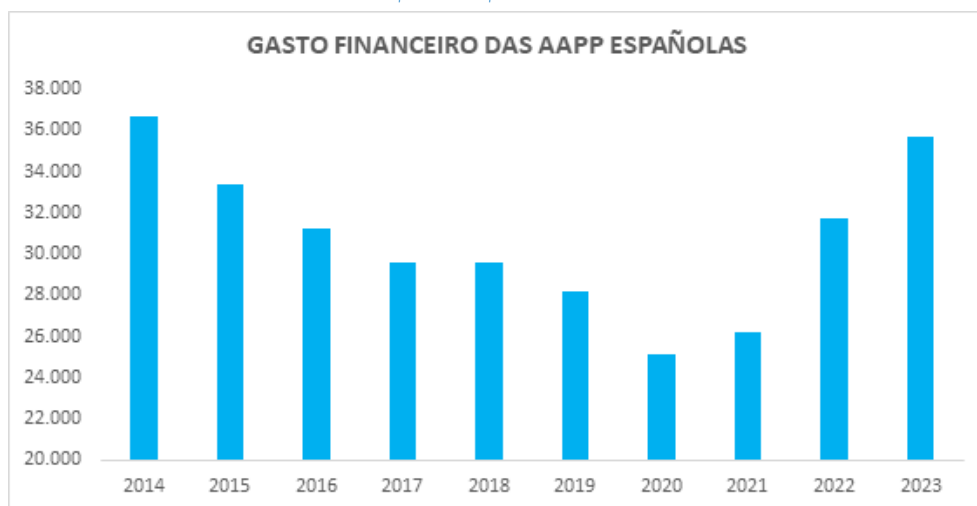
III.3. EVOLUCIÓN RECENTE DO ENDEBEDAMENTO DAS ADMINISTRACIÓNS PÚBLICAS ESPAÑOLAS.

Como se comentou nos apartados precedentes, o escenario de cambio radical na orientación da política do Banco Central Europeo acometida en 2022 e 2023, coa retirada de estímulos monetarios e a suba de tipos de xuro, traducíuse nun encarecemento das operacións de endebedamento e, conseguintemente, en maiores custes de financiamento. Tendo en conta ademais o elevado nivel de débeda que presentan as administracións públicas en España, a suba dos tipos de xuro provocou un significativo incremento da carga financeira en comparación coa devindada nos últimos anos.

Tras un período prolongado de redución da carga financeira que finalizou en 2020, alcanzando o importe máis baixo desde 2010, en 2021 iníciase unha senda ascendente motivada polo cambio na política monetaria.

En 2023 o gasto por xuros do total das administracións públicas en España incrementouse aproximadamente en 4.000 millóns de euros, ata un total de 35.707 millóns de euros.

Gráfico XI. Gasto financeiro total AAPP



A pesar do cambio de rumbo na política monetaria iniciado en 2024, con baixadas de tipos, está previsto que en 2024 se incremente o gasto por xuros do total das administracións públicas en España, aínda que dunha forma menos intensa que nos anos anteriores.

A partir do ano 2008, as administracións públicas españolas, coa excepción da administración local, se viron na necesidade de incrementar exponencialmente o seu endebedamento como resposta á dobre recesión económica que viviu España no período que vai do 2008 ao 2012 e que impacto de forma abrupta sobre os ingresos públicos. Máis recentemente, coa crise sanitaria motivada pola Covid-19, volveuse a requirir dun enorme esforzo público, que se traduciu nun novo incremento das ratios de endebedamento.

Gráfico XII. Evolución deuda pública España



Tras este forte incremento motivado pola pandemia, a ratio de débeda pública en España mostra unha senda descendente que se debe en gran parte ao crecemento nominal da actividade económica como consecuencia da elevada inflación.

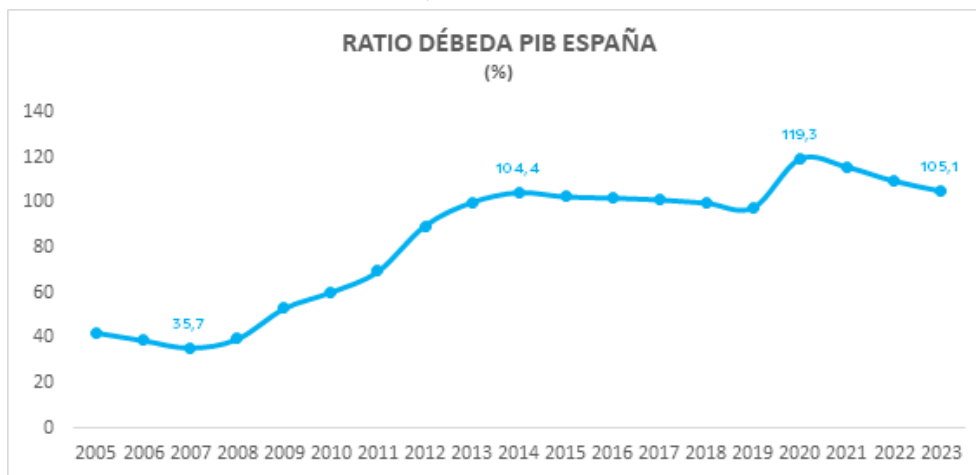
As previsións macro-fiscais da AReF proxectan que a ratio débeda/PIB situarase no 105,3% a finais do ano 2024.

Esta previsión é lixeiramente inferior á presentada polo Goberno e a Comisión na súa última actualización (105,5%), e algo máis optimista respecto á última proxección do FMI (106,3).

A redución da ratio segue sustentada no crecemento nominal do PIB, onde o deflactor segue tendo unha contribución notable.

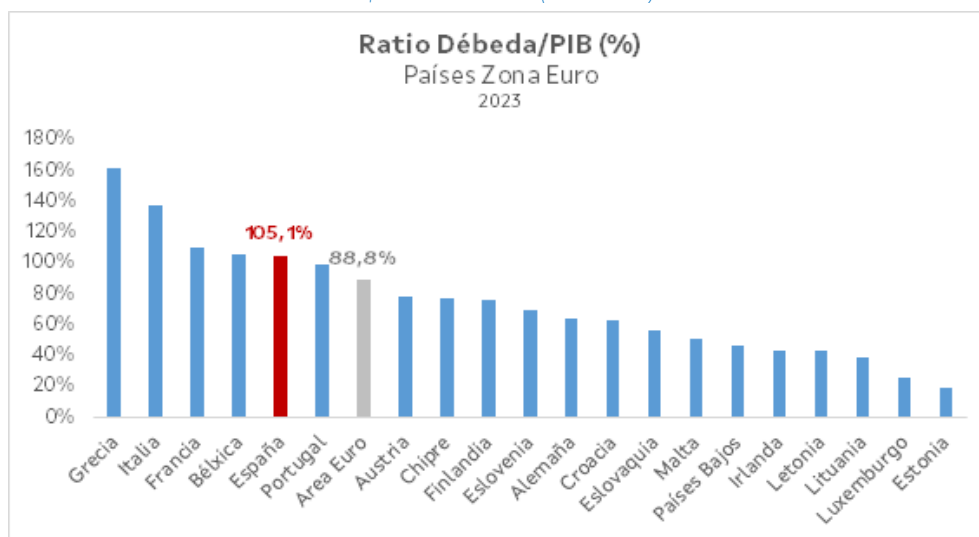
Segundo as estimacións da AIREF, a ratio de débeda se situará no 106,3% do PIB a finais deste ano 2024.

Gráfico XIII. Ratio dívida-PIB



Porén, España, na actualidade segue sendo un dos países do area do euro que presenta maiores niveis de dívida pública, por detrás de Grecia, Italia e Francia e cun nivel similar a Bélxica e Portugal.

Gráfico XIV. Ratio dívida PIB (zona euro 2023)



Nos últimos catro anos as Administracións Públicas no seu conxunto incrementaron o seu endebedamento en 351.010 millóns de euros, isto supón un 29% máis con respecto ao peche do ano 2019.

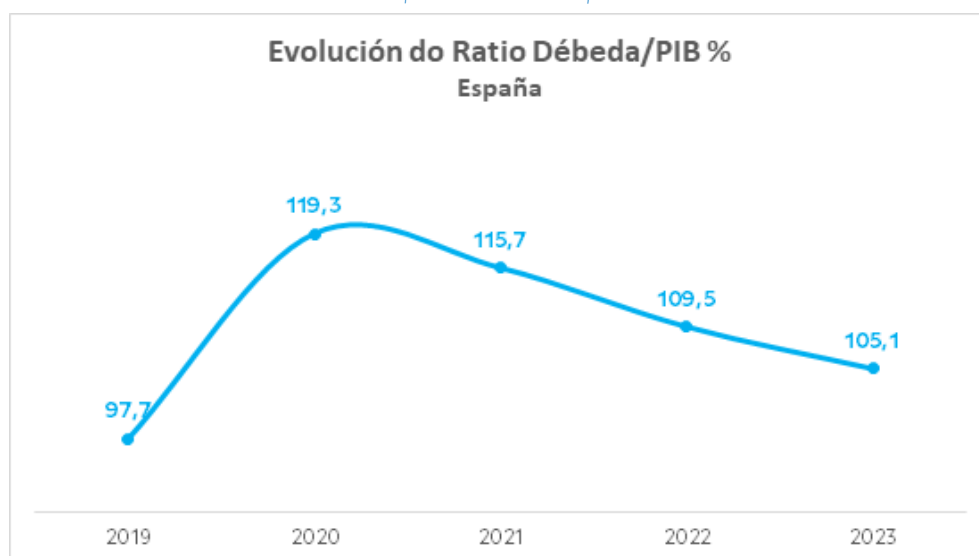
A maior parte do incremento da débeda no período ven motivado pola Administración Central do Estado: 260.438 millóns euros, isto é, un incremento dun 30%. Se ben, en termos relativos, é a Seguridade Social a que presenta un incremento máis pronunciado, o 116%, máis que duplicando o importe da súa débeda.

Cadro IV. Débeda pública por subsectores

	AAPP. Débeda consolidada	Admón. Central	Admón. Seg.Soc.	CCAA	CCLL
2019	1.224.364	854.052	52.007	295.074	23.231
2023	1.575.374	1.114.490	112.458	325.148	23.278
variación	351.010	260.438	60.451	30.074	47
%	29%	30%	116%	10%	0%

En termos de ratio débeda/PIB, o ratio de débeda pública de España situouse no segundo trimestre de 2024 no 105,3%, e se ben presenta unha tendencia decrecente, aínda é superior en case 8 puntos porcentuais ao nivel pre-pandemia.

Gráfico XV. Ratio débeda-PIB España



Por sub-sectores, tanto as CCAA como as CCLL presentan una ratio inferior ao nivel pre-pandemia, porén a Administración Central do Estado e a Seguridade Social aínda presentan uns niveis de débeda 7,4 puntos e 3,4 puntos superiores ao do ano 2019.

Cadro V. Ratio débeda-PIB por subsectores

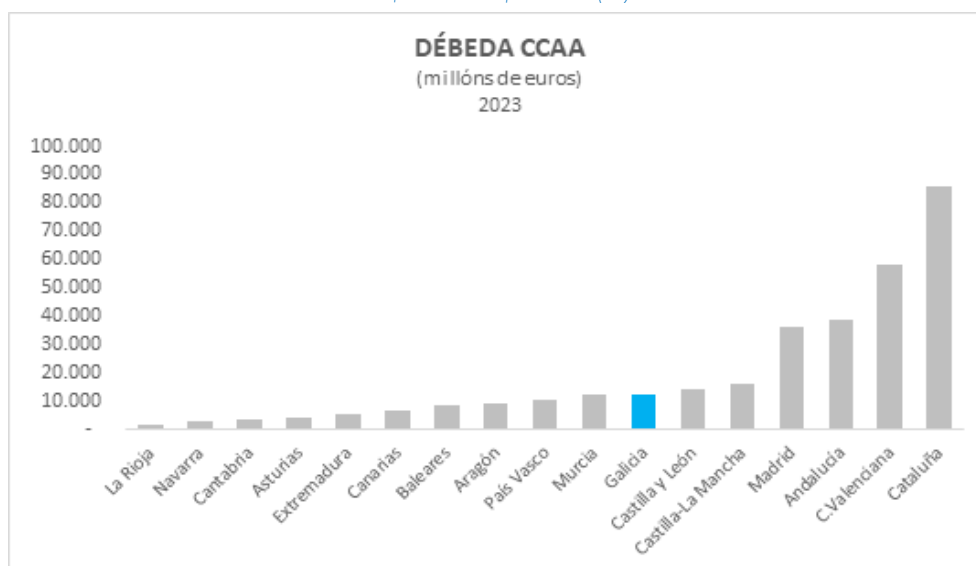
	AAPP. Débeda consolidada	Admón. Central	Admón. Seg.Soc.	CCAA	CCLL
2019	97,7	68,1	4,1	23,5	1,9
2023	105,1	74,4	7,5	21,7	1,6
variación	7,4	6,3	3,4	-1,8	-0,3

Fonte Banco de España. Débeda PDE

No ámbito concreto das Comunidades Autónomas, á súa débeda conxunta acadou en 2023 os 325.148 millóns de euros, o que supón un incremento de máis de 30.000 millóns de euros respecto a 2019 (10%).

Descendendo ao detalle por comunidade, a maior parte do endebedamento corresponde ás comunidades de Cataluña, C. Valenciana, Andalucía e Madrid, que concentran o 67,2% do endebedamento autonómico. A débeda pública de Galicia tan só representa o 3,7% do total das Comunidades Autónomas, unha cota moi inferior ao seu peso po-boacional.

Gráfico XVI. Débeda pública CCAA (ME)



Fonte Banco de España

En termos de ratio débeda/PIB as Comunidades Autónomas, en xeral, están a reducir os seus índices de endebedamento, ata situarse nun nivel conxunto do 21,9%, cunha redución dun 1,6% respecto ao nivel que presentaban antes da pandemia.

Cadro VI. Ratio débeda-PIB CCAA

Ratio débeda/ PIB CCAA			
	2019	2023	Variación
Andalucía	21,3	19,3	-2,0
Aragón	21,7	19,8	-1,9
Asturias	18,3	14,8	-3,5
Baleares	25,9	21,7	-4,2
Canarias	13,9	11,9	-2,0
Cantabria	22,3	19,4	-2,9
Castilla-La Mancha	35	31,1	-3,9
Castilla y León	20,7	19,4	-1,3
Cataluña	33	30,3	-2,7
Extremadura	22,9	21,2	-1,7
Galicia	17,5	15,7	-1,8
La Rioja	18,1	15,4	-2,7
Madrid	13,7	12,3	-1,4
Murcia	29,4	30,5	1,1
Navarra	15,7	11,7	-4,0
País Vasco	12,6	12,1	-0,5
C. Valenciana	41,6	41,2	-0,4
Deuda PDE. Total	23,5	21,7	-1,8

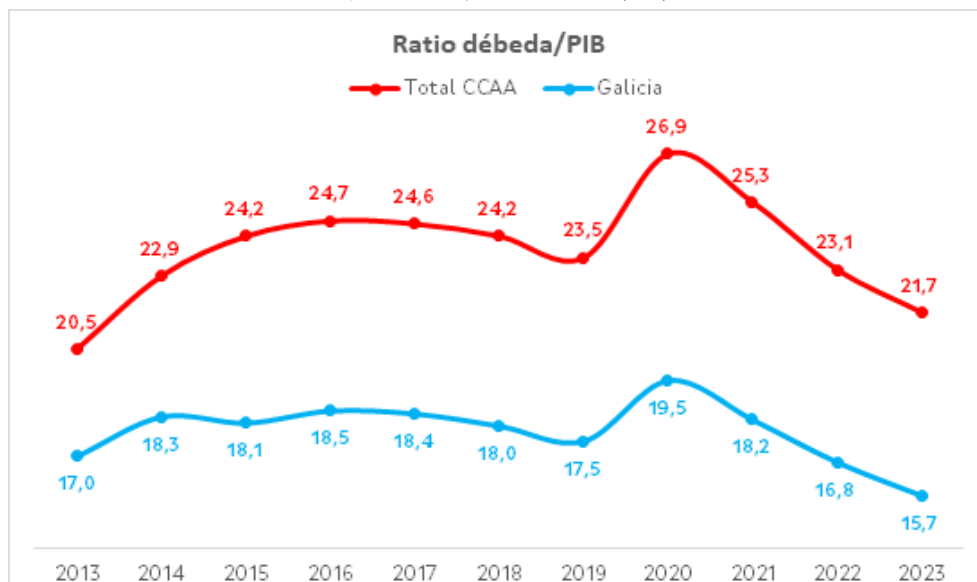
Fonte: Banco de España

Neste contexto de endebedamento no sector público, a Xunta de Galicia levou a cabo unha responsable e prudente xestión na súa política de endebedamento, como recurso necesario para o financiamento dos servizos públicos esenciais, pero salvagardando en todo momento a solvencia financeira da Comunidade.

Trala crise económico e financeira 2008-2012, Galicia iniciara unha senda de redución das súas ratios de endebedamento que se veu interrompida pola irrupción da Covid e a necesidade de financiar as medidas extraordinarias para facer fronte á pandemia.

Superada a emerxencia sanitaria, a C.A de Galicia leva tres anos consecutivos de redución do endebedamento, que sitúa a súa ratio de débeda non so por debaixo do nivel pre-covid, senón que acada o nivel máis baixo dende 2012.

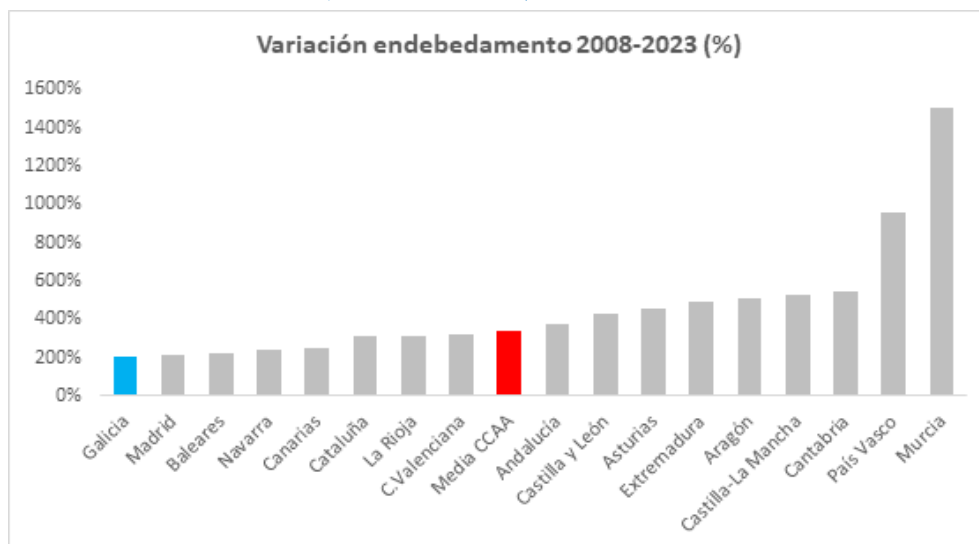
Gráfico XVII. Débeda pública Galicia vs CCAA (% PIB)



Fonte Banco de España

Este comportamento responsable na xestión do endebedamento situou a Galicia como a comunidade autónoma que, en termos porcentuais, tivo un menor incremento da débeda no período 2008-2023, evitando na última década a emisión de máis de 4.500 millóns de euros de débeda pública.

Gráfico XVIII. Variación % Débeda pública CCAA 2008-2023.

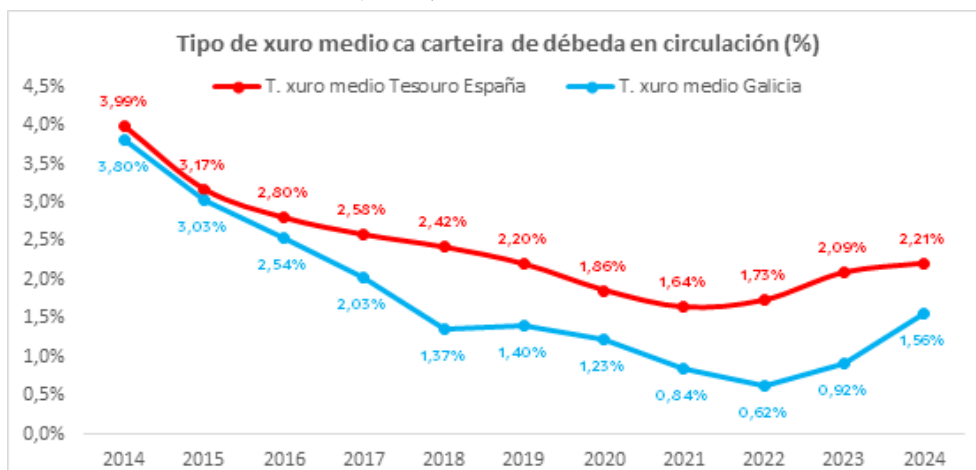


Fonte Banco de España

Obviamente, este menor endebedamento incide directamente nun menor pago de xuros. Tan so nos últimos catro anos a Xunta de Galicia obtivo uns aforros de máis de 490 millóns de euros no pagamento de xuros de débeda en comparación cos xuros pagados pola media das comunidades autónomas.

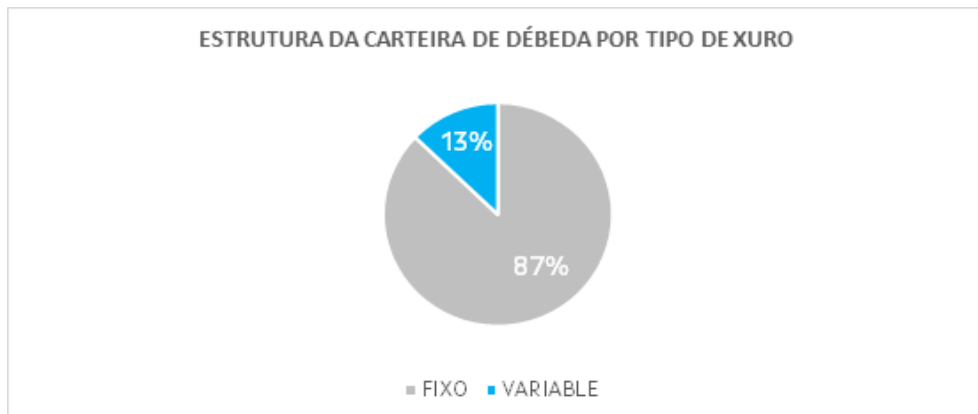
A estratexia desenvolvida e as boas condicións de financiamento permitiron que nos últimos anos se reducira progresivamente o custe da carteira da débeda, ata acadar en 2022 o tipo xuro medio historicamente máis baixo da débeda da Comunidade.

Gráfico XIX. Tipo de xuro medio Estado vs Galicia



Por outra parte, o crecemento do tipo de xuro en 2023 e 2024 foi moderado, como consecuencia dunha estrutura da débeda na que predominan os tipos fixos.

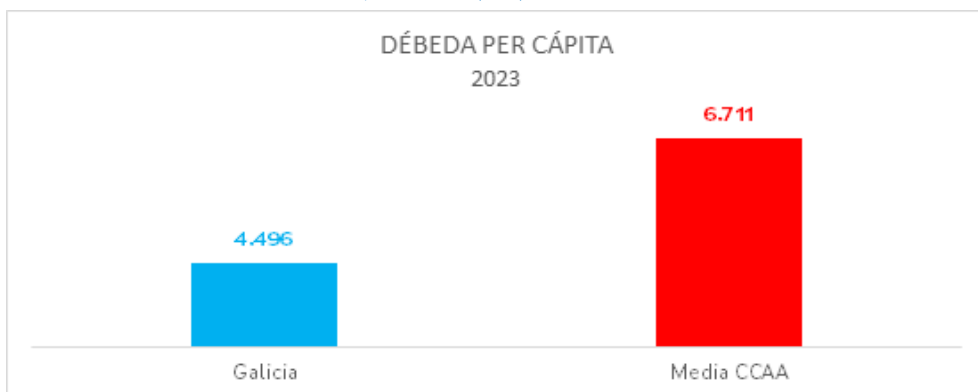
Gráfico XX. Estructura carteira débeda.



Fonte: Consellería de Facenda e A.P.

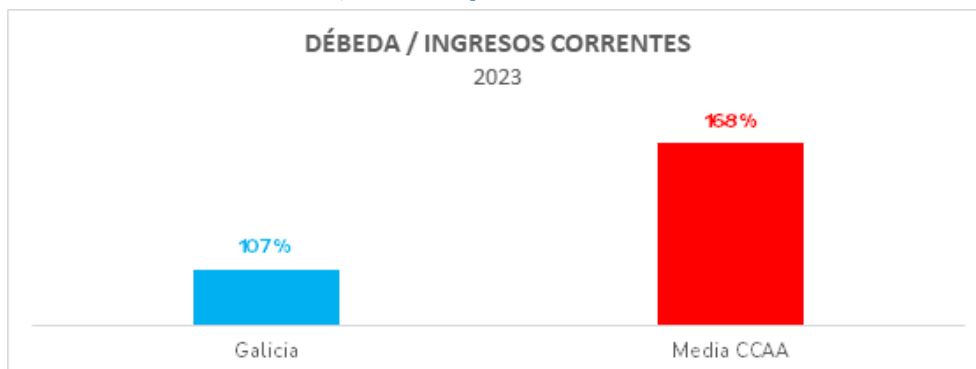
O diferencial entre a débeda per cápita galega e a do conxunto de comunidades autónomas foise ampliando sistematicamente nos últimos 15 anos. Deste xeito, en 2023 a débeda per cápita de Galicia é 2.215 euros menor que a do conxunto de comunidades autónomas.

Gráfico XXI. Débeda per cápita Galicia vs CCAA.



Outro indicador da débeda habitualmente utilizado polos investidores e as axencias de rating para avaliar a situación financeira dun emisor é a ratio débeda sobre ingresos correntes. Esta ratio reflexa, como en todos os indicadores relativos á débeda analizados, que Galicia mostra unha posición substancialmente mellor que a do conxunto de comunidades autónomas.

Gráfico XXII. Débeda ingresos correntes Galicia vs CCAA



Certamente, a política monetaria do BCE foi decisiva neste anos, permitindo financiar ou refinarciar importantes volumes de débeda a tipos historicamente baixos, incluso negativos, de feito Galicia formalizou nos anos 2020 e 2021 varias operacións con tipo de xuro negativo.

Porén, os resultados acadados non son só consecuencia da política monetaria, senón que tamén é preciso contar coa confianza dos mercados, ofrecendo un marco institucional, económico e xurídico estable, que aporte certeza, seguridade e credibilidade aos investidores.

Neste sentido, Galicia ofrece este marco de estabilidade, e conta coa confianza dos investidores e a mellor das cualificacións crediticias outorgadas polas axencias de rating entre as comunidades autónomas de réxime común, o que lle permite ter un bo acceso aos mercados de capitais e cubrir ás súas necesidades de financiamento en mellores condicións que outras administracións, tal e como queda reflectido nos seus indicadores de carga financeira en comparación con outras CCAA, de feito Galicia é a cuarta comunidade que menos porcentaxe do seu orzamento destina ao pago de débeda.

Cadro VII. Gasto financeiro vs GNF (%).

Porcentaxe de orzamento dedicado ao pago de xuros	
(% sobre GNF)	
Orzamentos 2024	
Canarias	0,83%
Navarra	0,84%
A Ríoxa	0,95%
Galicia	1,34%
Asturias	1,51%
País Vasco	1,61%
Estremadura	1,63%
Cantabria	1,73%
Cataluña	1,82%
Andalucía	1,90%
Baleares	2,13%
Castela León	2,21%
Total CCAA	2,22%
Castela a Mancha	2,48%
Murcia	2,85%
Aragón	2,87%
Madrid	3,55%
Valencia	3,70%

