

# La reducción del coste de la deuda de las comunidades autónomas

Salvador Jiménez y Carmen López\*

**La constante reducción de los tipos de interés, apoyada por la política monetaria ultraexpansiva del Banco Central Europeo, ha supuesto que el coste medio de la deuda de todas las administraciones públicas españolas se haya reducido sustancialmente. En las comunidades autónomas esta caída ha sido mucho más pronunciada que en la Administración Central debido a la distinta composición de los instrumentos que forman su cartera de deuda –con un peso muy elevado de los préstamos en el caso de las primeras– y a la creación de los mecanismos de financiación estatales para las comunidades autónomas. Aquellas con peores fundamentos fiscales se han beneficiado especialmente de dichos mecanismos y el coste medio de su deuda es menor que el de las que gozan de mejor calificación crediticia. Estas, en cambio, han podido captar deuda a plazos muy largos y a tipos fijos bajos garantizándose costes de financiación muy favorables durante un largo periodo de tiempo.**

## Política monetaria y tipos de interés libres de riesgo en la eurozona

El objetivo del Banco Central Europeo (BCE) es salvaguardar el valor del euro y mantener la estabilidad de precios. Tradicionalmente, para implementar una política monetaria expansiva, el BCE utilizaba únicamente medidas convencionales a través de la rebaja de tipos de interés (*Main refinancing operations*, MRO), reduciendo el coeficiente de caja o a través de modificaciones de las facilidades permanentes. Sin embargo, desde el año 2008, con el fin de evitar el riesgo de deflación e impulsar el crecimiento del PIB, el BCE

comenzó a utilizar también una política monetaria no convencional a través de la inyección de liquidez sin límites a las entidades financieras (*full allotment*) y mediante programas de compra de deuda, tanto pública en el marco del *Securities Market Programme* (SMP), como privada bajo el *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP). En ambos casos las compras se realizaban en el mercado secundario, si bien, los importes del SMP eran esterilizados por parte del BCE mediante una subasta de drenaje de liquidez.

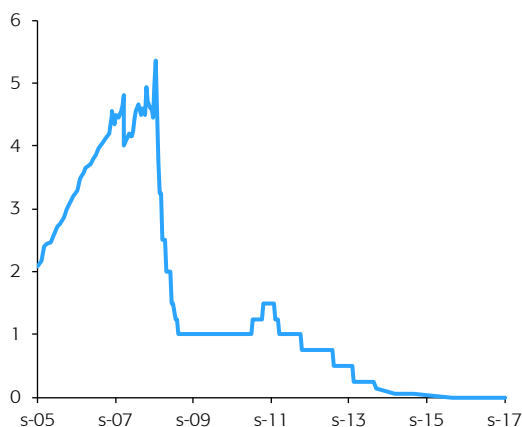
No obstante, fue la reunión del Consejo de Gobierno del BCE de enero de 2015 la que mayo-

\* Consultores *senior* de Finanzas Públicas en Afi - Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

**Evolución del tipo repo**

(Porcentaje)

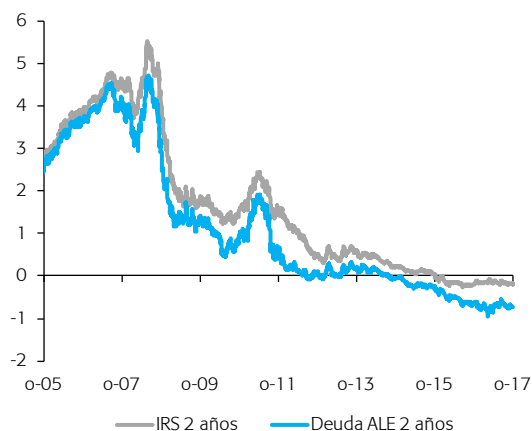


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2

**Tipo IRS y deuda alemana a dos años**

(Porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

res efectos tuvo sobre el mercado de bonos, cuando se anunciaba el comienzo de un periodo de compras de deuda pública a través del PSPP (*Public Sector Purchase Programme*) dado que, pese a las medidas previas, se continuaba observando un claro deterioro de las expectativas de inflación. Estas compras, que ya no se esterilizaban –provocando un aumento del balance del BCE–, a octubre de 2017 han alcanzado un volumen superior a los 1,7 billones de euros. En consecuencia, el impacto de estas medidas en los tipos de interés libres de riesgo de la eurozona ha sido evidente (gráfico 1). El tipo *interest rate swap* (IRS) a dos años se encuentra en terreno negativo desde octubre de 2015 y la deuda alemana al mismo plazo ha llegado a situarse próxima al -1% (gráfico 2).

## La compresión de los diferenciales crediticios de los países de la eurozona

Las medidas implementadas por el BCE no solo han supuesto la reducción de los tipos libres de riesgo, sino también de los diferenciales crediticios, lo que ha llevado a que el coste de finan-

ciación de los países periféricos se haya reducido sustancialmente. Países como España o Italia, que en los momentos de mayor incertidumbre a mediados de 2012, su deuda a diez años cotizaba a tipos de interés superiores al 7%, en los últimos veinticuatro meses el tipo medio al que ha cotizado la deuda a este plazo ha sido del 1,50% y 1,75%, respectivamente (gráfico 3). La reducción ha sido igualmente significativa en el caso portugués, situándose ya su diferencial crediticio frente a la deuda alemana por debajo de los 200 puntos básicos (pb). Esta reducción del coste de financiación de los países periféricos ha sido fundamental para que se disipasen las dudas acerca de la sostenibilidad de su deuda pública, más si cabe, tras

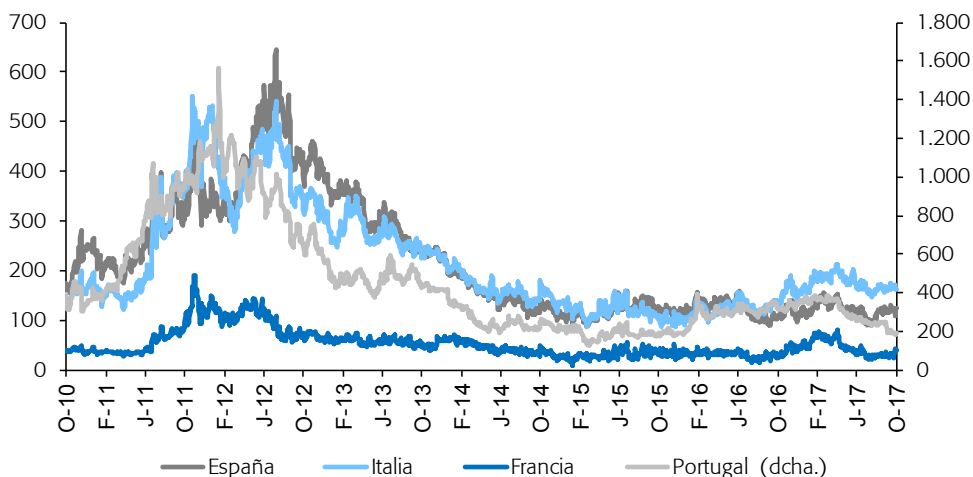
*La política monetaria ultraexpansiva del BCE ha facilitado a todos los Tesoros de la eurozona una importante reducción del coste medio de su endeudamiento. Esta reducción ha sido fundamental para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública en los países periféricos.*

el crecimiento exponencial que registró la deuda sobre PIB en todos ellos.

Gráfico 3

### Diferencial de la TIR a diez años frente a la deuda alemana

(Puntos básicos)

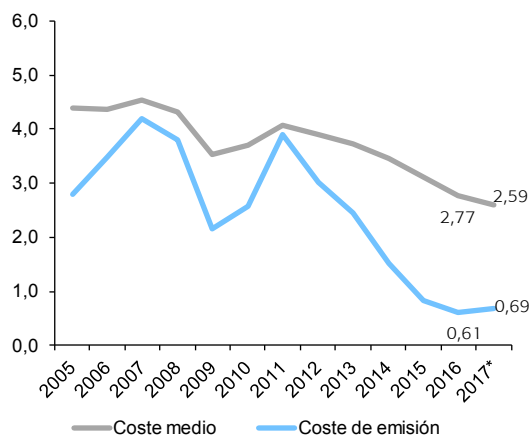


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4

### Coste medio y coste de emisión de la deuda del Tesoro

(Porcentaje)



Fuente: Tesoro Público.

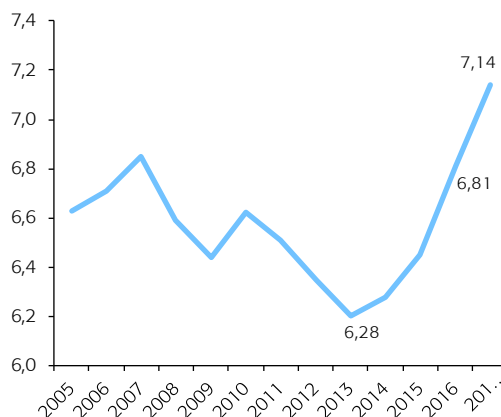
## Reducción del coste de financiación del Tesoro y alargamiento de la vida media

El coste medio de la deuda del Tesoro español se ha visto reducido desde el 4,07%, que

Gráfico 5

### Vida media de la deuda del Tesoro

(Años)



Fuente: Tesoro Público.

registraba a cierre del 2011, hasta el 2,59% en la actualidad, debido a esa caída de la prima de riesgo y a la intensa reducción del propio tipo libre de riesgo. Esta mejora del coste medio ha sido producto de pasar de un coste de emisión del 3,90% en 2011 a un coste inferior al 1% desde 2015 hasta la actualidad (gráfico 4). Además,

en los próximos años el coste medio continuará reduciéndose en la medida que, salvo que ocurra un *shock* no previsto en los tipos de interés, siga obteniendo nueva financiación a un coste inferior a su coste medio.

---

*El coste medio de la deuda del Tesoro español ha pasado del 4,07% a cierre de 2011 hasta el 2,59% actual, debido a la caída de la prima de riesgo y a la intensa reducción del propio tipo libre de riesgo.*

---

Adicionalmente, esta reducción del coste medio ha venido acompañada de un sustancial incremento de la vida media de la cartera, que ha pasado desde los 6,3 años de cierre de 2013 hasta los más de 7 años que registra actualmente (gráfico 5). Este aumento ha sido una característica común de todos los Tesoros europeos, que han aprovechado el actual contexto de tipos en mínimos para cerrar costes de financiación muy favorables a plazos muy largos.

## La intensa reducción del coste medio de la deuda de los gobiernos subcentrales

El coste de financiación de los gobiernos subcentrales también se ha reducido sustancialmente, lo cual es lógico en la medida que está vinculado al coste de financiación del Tesoro. El coste medio de la deuda de las comunidades autónomas<sup>1</sup> ha pasado de ser del 3,64% en 2012 al 1,40% a cierre de 2016. Mientras, el de las corporaciones locales ha bajado del 3,83% en 2014 hasta el 2,41% en 2016. Si bien no sorprende el movi-

miento registrado por el coste medio de estos dos subsectores, sí resulta llamativa la intensa reducción que ha experimentado en las comunidades autónomas: su coste medio es prácticamente la mitad respecto al del Tesoro (gráfico 6).

Los factores que han contribuido a explicar esta drástica reducción, y que a continuación explicaremos detalladamente, son la adhesión de la mayoría de comunidades autónomas a los mecanismos de financiación estatales –que han ofrecido unos tipos de interés subvencionados–, el elevado peso de los préstamos en las carteras de deuda autónoma y, en menor medida, el hecho de que en conjunto las comunidades no han aprovechado el contexto actual de tipos en mínimos históricos para alargar la vida media de sus carteras.

---

*El subsector de comunidades autónomas ha sido el que ha experimentado una mayor reducción del coste medio de su deuda, explicado principalmente por las favorables condiciones de costes de los mecanismos de financiación estatales y el elevado peso de los préstamos en sus carteras de deuda.*

---

En sí misma, la adhesión a los mecanismos de financiación estatales no implica una reducción del coste medio de la deuda de las comunidades autónomas en comparación con la experimentada por el Tesoro. De hecho, si se hubiese mantenido la política inicial de fijar un tipo adicional respecto al coste de financiación del Tesoro<sup>2</sup> no se hubiese producido esta situación. Sin embargo, hubo un claro cambio de rumbo por parte del Estado desde el Consejo de Política Fiscal y Financiera de julio

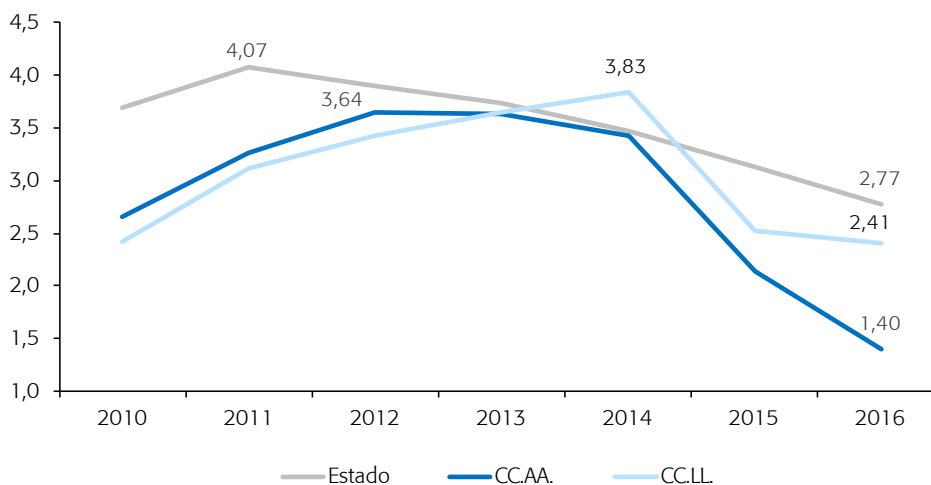
<sup>1</sup> El coste medio tanto de las comunidades autónomas como de las corporaciones locales se ha calculado de forma aproximada con los datos de la ejecución presupuestaria que proporciona el Ministerio de Hacienda y Función Pública. El coste de interés medio anual ha sido calculado como el cociente entre los gastos financieros de las obligaciones reconocidas del presupuesto de gasto y el promedio del volumen de deuda del año.

<sup>2</sup> Por un lado, el coste para las comunidades autónomas del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), desde su puesta en marcha en 2012 hasta febrero de 2014, era equivalente a Tesoro+30 pb, y desde marzo de 2014 hasta septiembre de 2014 a Tesoro+10 pb. Por otro lado, el coste de financiación para la primera fase del Fondo de Financiación para Pago a Proveedores (FFPP) fue fijado en euribor a 3 meses+525 pb, que equivalía al coste de financiación del Tesoro+142 pb.

Gráfico 6

**Evolución del coste medio de la deuda de los diferentes subsectores**

(Porcentaje)



Fuentes: Tesoro Público, Ministerio de Hacienda y Función Pública.

de 2014, en el que se anunciaba una rebaja del tipo de interés del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) al 1% –un tipo sustancialmente por debajo del coste de financiación del Tesoro–, aplicable desde octubre de 2014 hasta finales de 2015.

Esta decisión, que en principio podría suponerse transitoria con el objetivo de ayudar a las comunidades a que cumplieren sus objetivos fiscales, dadas las dificultades que estaban teniendo para reducir sus déficits presupuestarios, más si cabía cuando no se llevaba a cabo una reforma del sistema de financiación autonómica<sup>3</sup> –que tres años después sigue sin llevarse a cabo–, terminó por convertirse en permanente y vigente hasta la actualidad. Es más, en 2015 se decidió que toda la deuda que tuviesen las comunidades autónomas frente al Estado, devengaría en el año un tipo de interés del 0%. Y se estableció que, en adelante, en toda la deuda que tuvieran en ese

momento con los mecanismos de financiación estatales se novaría el tipo de interés. Este nuevo tipo se situó en el 0,834%, sustancialmente por debajo de los previamente establecidos. Esta última medida, dado que el volumen de deuda con los mecanismos estatales ya era muy elevado, supuso una reducción de la carga de intereses muy relevante, cuyos efectos, continúan teniendo impacto en la actualidad.

Adicionalmente, con el objetivo de continuar aliviando la carga financiera de las regiones, en 2016 se optó por establecer un tipo del 0% para aquellas que cumplieran sus objetivos fiscales y, por tanto, se podían adherir al compartimento de la Facilidad Financiera<sup>4</sup>. En 2017, se ha fijado que todas las comunidades autónomas que se adhiriesen a los mecanismos estatales se financiarían a un coste similar al del Tesoro, independientemente de cuál fuese el compartimento al que

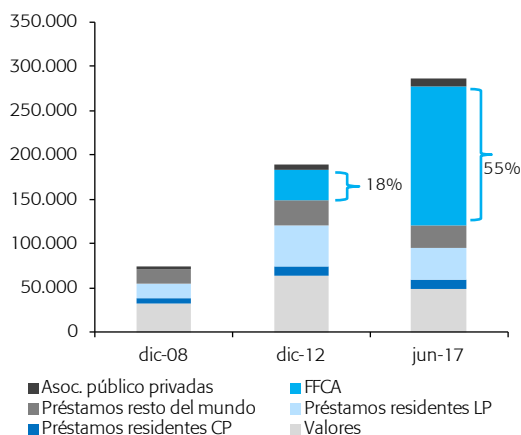
<sup>3</sup> De acuerdo a cálculos del Ministerio de Hacienda y Función Pública, el Plan de Pago a Proveedores y el Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas han supuesto un ahorro en intereses desde 2012 a 2016 de 22.061,5 millones de euros.

<sup>4</sup> Para aquellas comunidades autónomas que debían adherirse al FLA por no haber cumplido las distintas reglas fiscales se estableció un tipo equivalente al del Tesoro.

Gráfico 7

### Distribución de la deuda autonómica por instrumentos

(Millones de euros)



Fuente: Banco de España.

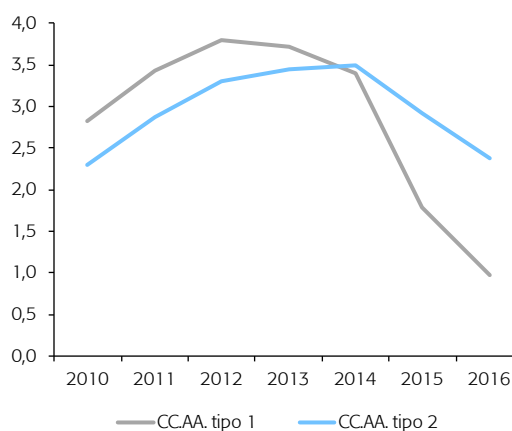
tuviesen acceso<sup>5</sup>. Por tanto, todo este conjunto de medidas, más que los mecanismos en sí, son el factor principal que explica la mayor reducción del coste medio de la deuda autonómica. Más si cabe, cuando al segundo semestre de 2017 la deuda de las comunidades con el Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas (FFCA) representa el 55% del total.

La relevancia de esta política se comprueba claramente cuando se analiza la distinta evolución del coste medio de la deuda de las distintas regiones. Las hemos agrupado en dos subconjuntos: llamamos comunidades autónomas tipo 1 a aquellas cuya deuda con el FFCA representa más del 65% del total de su deuda<sup>6</sup> y comunidades autónomas tipo 2 a aquellas que su endeudamiento con el

Gráfico 8

### Evolución del coste medio de la deuda autonómica por tipología

(Porcentaje)



Fuente: Banco de España.

FFCA es inferior al 50% del total de su deuda<sup>7</sup>. En global, el conjunto comunidades tipo 2 tiene una mayor calidad crediticia que las de tipo 1, lo que es coherente con el hecho de que hasta 2012 el coste medio de las comunidades tipo 2 fuese inferior. Sin embargo, en el gráfico 8 se observa claramente cómo cambia drásticamente esa tendencia, situándose a cierre de 2016 el coste medio de las comunidades tipo 1 ligeramente por debajo del 1%, mientras que el coste de las comunidades tipo 2 alcanzaba el 2,4%.

Otro factor muy importante que, aunque en menor medida, también ha influido considerablemente en la fuerte reducción del coste medio autonómico, es el elevado peso que tienen los préstamos en las carteras de deuda de las comu-

<sup>5</sup> La diferencia entre compartimentos es que aquellas comunidades autónomas que se adhieren al FLA están sujetas a condicionalidad fiscal por parte del Ministerio de Hacienda y Función Pública, mientras que las que se adhieren a la Facilidad Financiera no tienen esa sujeción.

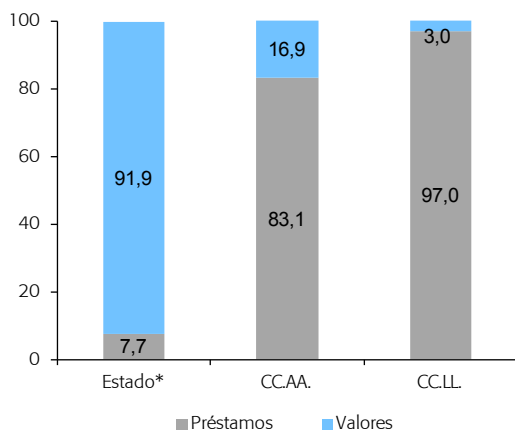
<sup>6</sup> Comunidades autónomas tipo 1: Andalucía, Castilla-La Mancha, Canarias, Cataluña, Baleares, Cantabria, Comunidad Valenciana y Murcia. Tienen en común, adicionalmente al nivel de deuda con el FFCA, que todos los años desde su creación se han adherido al FLA o, posteriormente, al FFCA en cualquiera de sus compartimentos, a diferencia de las comunidades tipo 2.

<sup>7</sup> Comunidades autónomas tipo 2: Aragón, Asturias, Castilla y León, Extremadura, Galicia, La Rioja, Madrid, Navarra y País Vasco. Este grupo es más heterogéneo en el sentido que hay algunas regiones como Aragón, Asturias, Extremadura y Galicia con un endeudamiento con el FFCA superior al 30% del total de su deuda, y otras como Navarra o País Vasco cuya deuda con el FFCA es nula.

Gráfico 9

**Distribución de la deuda por instrumentos**

(Porcentaje)



Nota: \*0,4 en efectivo y depósitos.

Fuente: Banco de España.

nidades autónomas (gráfico 7). Tras la intensa reducción de los diferenciales de crédito de los últimos años, eso les ha permitido refinanciar con las entidades financieras la totalidad de los préstamos con tipos de interés más elevados –suscritos, principalmente, durante 2011 y 2012–. Sin embargo, dado que la mayoría de la deuda del Tesoro está formalizada en valores, no existe tal

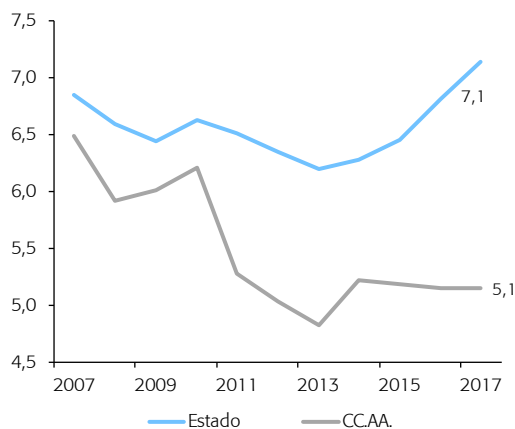
*El coste medio de la deuda, salvo excepciones, se ha reducido más en aquellas comunidades autónomas con peores fundamentos fiscales. Pero las que cuentan con mejor calificación han podido captar deuda a plazos muy largos y a tipos fijos bajos, garantizándose costes de financiación muy favorables durante un largo periodo de tiempo.*

posibilidad, ya que la única alternativa sería canjear la deuda a precio de mercado, lo que, en definitiva, no supondría reducir la carga financiera. Por tanto, el Tesoro continúa pagando intereses muy elevados por las emisiones realizadas en 2011 y 2012, cuando la prima de riesgo se situaba en máximos.

Gráfico 10

**Evolución de la vida media de la deuda del Tesoro y de las comunidades autónomas**

(Años)



Nota: la vida media de la deuda autonómica es una aproximación, dado que se dispone de una amplia muestra de los perfiles de vencimientos de las CC.AA., pero no de la totalidad.

Fuente: Tesoro Público e información suministrada por las comunidades autónomas.

Adicionalmente, aunque su incidencia haya sido residual, también ha afectado el hecho de que el Tesoro ha aprovechado el contexto de tipos bajos para alargar la vida media de su cartera. Mientras que, en conjunto, este no ha sido el caso de las comunidades autónomas, cuya vida media en los últimos cuatro años se ha mantenido estable, situándose ligeramente por encima de cinco años. La principal razón es que al formalizarse en los últimos años la mayor parte de la deuda a través de los mecanismos de financiación estatal, cuya vida media es únicamente de 6,5 años, la vida media del total de deuda autonómica no se ha alargado, a diferencia de la mayoría de los emisores públicos europeos.

En cuanto a las corporaciones locales, que su coste medio se haya reducido más que el del Tesoro obedece, básicamente, a que al tener formalizada casi toda su deuda mediante préstamos, también han llevado a cabo un intenso proceso de refinanciación a tipos de interés más bajos. Además, como son el único subsector que ha conseguido desapalancarse en los últimos años –en

junio de 2012 su volumen de deuda superaba los 46.000 millones de euros y en junio de 2017 se encuentra alrededor de los 32.500 millones de euros—, lógicamente, han ido amortizando anticipadamente toda aquella deuda más cara.

## Consecuencias de la estrategia del Tesoro en la política de financiación de las comunidades autónomas

Se da la paradoja de que las dos comunidades autónomas con menor coste medio —Cataluña y Comunidad Valenciana— se encuentran entre aquellas que tienen una peor calificación crediticia por las agencias de *rating*, mientras que alguna de las que ostentan las mejores calificaciones crediticias se encuentran entre las que tienen un mayor coste medio. No obstante, también hay que precisar que estas últimas han aprovechado el buen contexto económico-financiero para captar deuda a plazos muy largos con el objetivo de cerrar tipos fijos en condiciones muy beneficiosas, garantizándose costes de financiación muy favorables durante un largo periodo de tiempo. Esta visión estratégica que han tenido estas comunidades autónomas no ha podido ser adoptada por aquellas que se han financiado a través del FFCA. Ello puede suponer que estas últimas, en el medio

plazo, se vean mucho más perjudicadas por la normalización de tipos de interés.

Ello no obsta para valorar favorablemente la incidencia de los mecanismos estatales, que han permitido garantizar la sostenibilidad de la deuda financiera de muchas comunidades. Todo ello en un entorno que era perentorio una reforma del sistema de financiación autonómica, la cual aún continúa abierta. Además, fue una decisión muy bien recibida por los gobiernos regionales, puesto que han podido elegir la mejor alternativa en una situación de privilegio para financiarse. También por los inversores, al obtener una garantía estatal implícita ante escenarios adversos, a la vez que formalizan una deuda que ofrece un diferencial frente al Tesoro; y por los proveedores de las comunidades, que se siguen beneficiando de periodos medios de pago mucho más reducidos.

Sin embargo, es obvio que una parte de la reducción del coste de financiación autonómico se ha trasladado al coste medio del Tesoro, produciéndose una transferencia de riesgo desde el nivel regional hacia el estatal. Por tanto, lo lógico sería apuntar hacia una vuelta paulatina a la normalidad en la que las comunidades autónomas se financiasen en los mercados, estando sujetas a la disciplina fiscal que ofrecen éstos y reduciendo la posibilidad de un riesgo moral.