

Tendencias en el endeudamiento del sector público autonómico

Carmen López Herrera
Iker Goikoetxea Bilbao*

1. Introducción

La publicación de la Ley 15/2006, de 26 de mayo, de reforma de la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria ha supuesto un cambio notable en el panorama de financiación de los tres niveles de la Administración española. Hasta entonces, la aplicación de la Ley Orgánica de Financiación de Comunidades Autónomas y la Ley Reguladora de las Haciendas Locales que, aunque contemplaban la aplicación de la llamada "regla de oro"¹, obligaban independientemente de la posición cíclica de la economía a presupuestar en equilibrio. Con la publicación de este texto de reforma se establece un nuevo mecanismo para la determinación del concepto de estabilidad presupuestaria en las administraciones públicas territoriales y sus respectivos sectores públicos, teniendo en cuenta la posición cíclica de la economía en un período de tres años, con lo que la perspectiva de equilibrio presupuestario se distribuye en tres ejercicios. Por lo tanto, las posiciones de endeudamiento tendrán que adaptarse a esta norma, ya que, en el caso de incumplir los niveles de déficit establecidos, los entes territoriales deberán elaborar un Plan Económico Financiero que les devuelva al equilibrio en un plazo de tres años.

Además de tener en cuenta el ciclo económico, e independientemente de este, el texto fija unos objetivos de déficit en el que pueden incurrir tanto las comunidades autónomas como las corporaciones locales si este se des-

tina a inversiones productivas, incluidas las actividades de investigación, desarrollo e innovación. Para la realización de estas inversiones será necesaria autorización del Ministerio de Economía y Hacienda y en caso de ser aceptadas, dichos programas deberán financiarse en una parte significativa, nunca inferior al 30 por 100, con ahorro bruto de la Administración Pública correspondiente y, sólo en parte, con endeudamiento. El límite de las inversiones que podrán ser financiadas de esta forma se establece en el 0,5 por 100 del Producto Interior Bruto, (PIB), previsto para cada ejercicio. Además de lo anterior, el déficit derivado de estas actuaciones no podrá superar, en un cómputo total y anual, el 0,20 por 100 del PIB nacional para el Estado, el 0,25 por 100 del PIB nacional para el conjunto de las comunidades autónomas y el 0,05 por 100 del PIB nacional para las entidades locales.

Estas nuevas condiciones limitan el endeudamiento de forma que, en situación de crecimiento por encima del potencial², las distintas administraciones están obligadas a tener superávit, y sólo pueden registrar déficit si el crecimiento se encuentra por debajo del porcentaje del PIB que para cada período se fije³.

Bajo este marco que acabamos de enunciar, analizaremos los rasgos más significativos de dicho endeudamiento, su morfología y su dinámica en el tiempo, prestando especial atención al endeudamiento del conjunto de las comunidades autónomas y de las corporaciones locales.

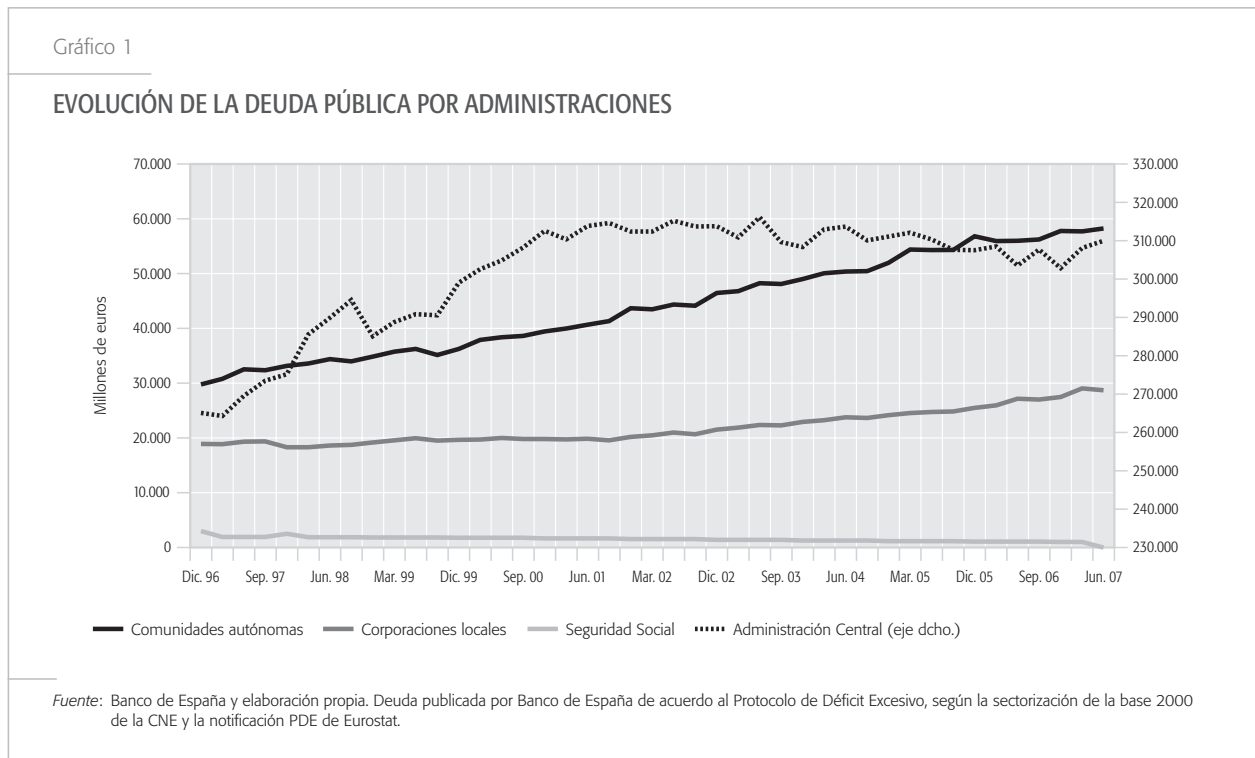
Para llevar a cabo este análisis vamos a utilizar cinco variables que, a nuestro juicio, resultan imprescindibles si se quiere hacer un estudio completo que nos ofrezca una

* Asesores financieros de Consultores de Administraciones Públicas.

¹ La aplicación de la Regla de Oro consiste en que los recursos al endeudamiento solamente pueden destinarse a financiar inversiones, salvo en el corto plazo que puede cubrir desfases de tesorería y por las ratios legales establecidas en dichas leyes.

² Fijado para este año en el 3 por 100.

³ 2 por 100 para este trienio.



visión global del escenario de endeudamiento de las administraciones territoriales. Estas variables son: saldo vivo de la deuda, su distribución de acuerdo a la tipología de prestamistas, los instrumentos de financiación empleados, su evolución en función del plazo y la vida media de la cartera de endeudamiento.

No obstante, antes de comenzar este análisis, hay que tener en cuenta que la variación de endeudamiento, ya sea incremento o reducción, registrado de acuerdo a los últimos datos disponibles publicados por el Banco de España, (junio de 2007), se exponen a título informativo y no como punto de referencia para el análisis, ya que la elevación o el descenso significativo del endeudamiento de una Administración Pública en este último período puede deberse a la ausencia de vencimientos o a la materialización de necesidades del ejercicio, antes de que se produzcan las amortizaciones correspondientes.

2. Saldo vivo de la deuda

En primer lugar, debemos evidenciar la acentuada disparidad existente entre las distintas administraciones. Administración Central, comunidades autónomas, corporaciones locales y Seguridad Social registran unos saldos de deuda muy distintos, siendo la Administración Central la que concentra un mayor nivel de endeudamiento, en con-

creto, el 78 por 100 del endeudamiento total formalizado por las administraciones públicas (AA.PP.). No obstante, hay que destacar que en estos últimos años, la Administración Central se ha caracterizado por una clara contención del endeudamiento que, como podemos ver en el gráfico 1, se mantiene prácticamente estable desde el año 2000. En contraste con lo anterior, las comunidades autónomas y las corporaciones locales han apelado de una forma creciente al endeudamiento, que no ha dejado de aumentar en el período analizado, siendo este crecimiento más rápido en el caso de las corporaciones locales, aunque con un volumen sensiblemente menor. Por último, hay que destacar el notable descenso de la deuda de la Seguridad Social que, aunque siempre se ha mantenido en niveles sensiblemente más bajos si la comparamos con el resto de administraciones, ha reducido hasta cero su nivel de deuda en este último período⁴.

El análisis del endeudamiento de las administraciones institucionales permite profundizar en mayor medida en el estudio del endeudamiento autonómico y local. Así, si nos circunscribimos al caso de las comunidades autónomas, tal y como puede verse en el gráfico 2, son las administraciones generales las que concentran la mayor parte del endeudamiento desde la entrada en vigor del SEC95. No obstante, aunque en niveles todavía muy inferiores a los registrados por la Administración General,

⁴ Datos a junio de 2007.

Cuadro 1

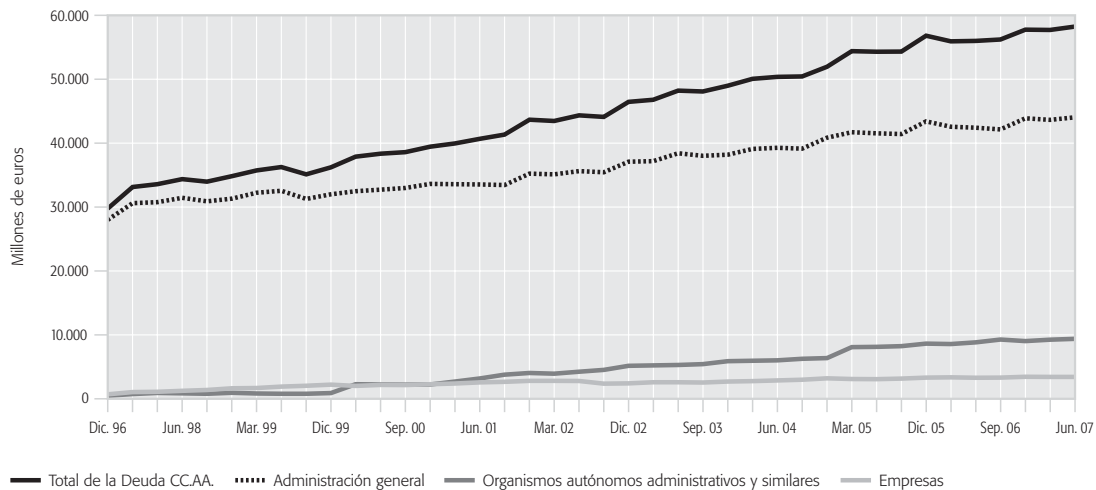
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA VIVA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS SOBRE PIB REGIONAL

CCAA.	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Andalucía	7,4	7,0	6,5	5,9	5,4	5,3
Aragón	4,8	4,6	4,4	4,1	3,9	3,6
Asturias	5,2	5,2	4,5	4,1	3,5	3,4
Baleares	3,5	4,4	4,5	7,0	6,7	6,8
C. Valenciana	10,0	10,5	11,5	11,6	11,4	11,2
Canarias	3,1	3,5	3,5	3,9	4,0	2,9
Cantabria	3,2	3,8	3,6	3,6	3,3	3,2
Castilla-La Mancha	3,2	3,1	3,8	4,4	4,7	4,5
Castilla y León	3,4	3,4	3,2	3,7	3,4	3,0
Cataluña	7,9	7,4	7,8	8,1	7,7	7,9
Extremadura	6,5	6,0	5,6	5,2	4,8	4,7
Galicia	8,5	8,1	7,7	7,3	6,9	6,7
La Rioja	3,1	3,1	3,1	2,8	2,6	3,9
Madrid	6,6	6,5	6,1	6,3	5,8	5,6
Murcia	3,8	3,5	3,5	3,0	2,8	2,7
Navarra	5,1	4,8	4,5	4,2	3,9	3,8
País Vasco	3,0	3,1	2,7	2,0	1,6	1,3
Total	6,4	6,3	6,2	6,3	5,9	5,8

Fuente: Banco de España.

Gráfico 2

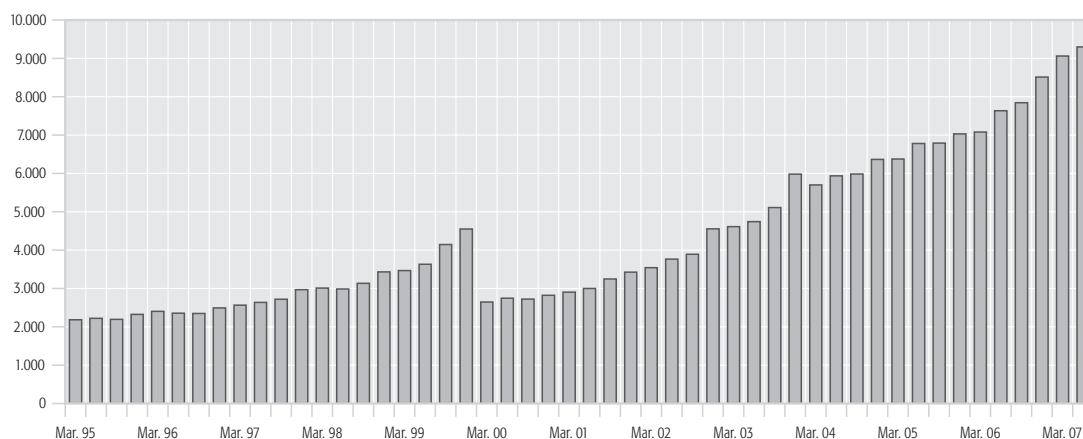
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE LAS CC.AA. SEGÚN AGRUPACIÓN INSTITUCIONAL



Fuente: Banco de España y elaboración propia. Deuda publicada por Banco de España de acuerdo al Protocolo de Déficit Excesivo, según la sectorización de la base 2000 de la CNE y la notificación PDE de Eurostat.

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE ORGANISMOS NO ADMINISTRATIVOS, ENTES Y EMPRESAS NO CLASIFICADAS COMO COMUNIDADES AUTÓNOMAS



Fuente: Banco de España y elaboración propia. Deuda publicada por Banco de España de acuerdo al Protocolo de Déficit Excesivo, según la sectorización de la base 2000 de la CNE y la notificación PDE de Eurostat.

la deuda asumida por los organismos autónomos, administrativos y similares ha aumentado de manera evidente desde el año 1999. Este hecho, junto al ligero incremento de la deuda de las empresas, ha supuesto que el peso relativo de la Administración General sobre el total de la deuda de las CC.AA. sea cada vez menor y, por tanto, se reduzca el grado de concentración del endeudamiento autonómico.

Por otro lado, existe un conjunto que, si bien no computa a la hora de calcular el volumen de deuda a formalizar por las comunidades autónomas, adquiere una elevada relevancia en la actualidad. Se trata del denominado por el Banco de España, conjunto de organismos no administrativos, entes y empresas no clasificadas como comunidades autónomas que, a mediados de 2007, alcanzan un volumen total de deuda equivalente al 16 por 100 del endeudamiento autonómico total.

La evolución de su endeudamiento ha seguido una senda creciente, esencialmente a partir del ejercicio 2002. Las menores restricciones al endeudamiento que poseen respecto a las administraciones ha favorecido este comportamiento.

El análisis particularizado de cada una de las comunidades autónomas, permite observar la existencia de una elevada heterogeneidad entre las distintas comunidades ya que tan sólo cuatro de las diecisiete, Cataluña, Valencia, Madrid y Andalucía por este orden, representan más del 73

por 100 del total de la deuda autonómica. Además, este proceso de concentración, lejos de reducirse, ha ido aumentando con el paso de los años, ya que si comparamos los datos a cierre de 2006 con los registrados a cierre de 1999, el peso de la deuda de estas comunidades sobre el total ha aumentado en más de cuatro puntos porcentuales. No obstante hay que decir que, en cuanto a nivel de deuda sobre el total, la posición de estas cuatro comunidades ha variado a lo largo del período. La Comunidad Valenciana y Madrid han aumentado su peso sobre el total en más de cinco puntos. Por el contrario, Andalucía y Cataluña han reducido su peso respecto al total en 4,8 y 0,9 por 100 respectivamente. También es de destacar los resultados que se obtienen de un análisis relativo. Así, vemos como Baleares, con un incremento de más del 355,5 por 100 y Castilla-La Mancha con más de un 175 por 100, son las comunidades que registran un mayor crecimiento de su deuda en el período 1999-2006. Por el contrario, Navarra y el País Vasco, con sendas reducciones del 3 y el 52,2 por 100, se colocan como las únicas comunidades autónomas que han procedido a una reducción de su nivel de endeudamiento en el período analizado.

Respecto al volumen de endeudamiento de las empresas públicas que no computan en el cálculo del volumen de total de deuda de las comunidades autónomas, de acuerdo al Protocolo de Déficit Excesivo, son las empresas de Cataluña y Valencia las que mayor nivel de endeudamiento han mantenido históricamente, si bien las pertenecientes a Castilla-La Mancha son las que han in-

Cuadro 2

EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Variación neta 99-06	Variación relativa 99-06	Porcentaje sobre total 1999	Porcentaje sobre total 2006
Andalucía	6.323	6.895	7.113	7.110	7.338	7.426	7.352	7.311	988	15,62	17,46	12,65
Aragón	905	935	934	1.084	1.107	1.134	1.153	1.163	258	28,56	2,50	2,01
Asturias	550	605	653	817	865	802	803	729	179	32,60	1,52	1,26
Baleares	359	369	370	466	605	950	1.589	1.635	1.276	355,52	0,99	2,83
C. Valenciana	4.886	5.881	6.527	6.876	7.668	9.345	10.231	10.882	5.996	122,73	13,49	18,84
Canarias	820	844	918	850	1.021	1.178	1.430	1.563	743	90,56	2,26	2,70
Cantabria	215	227	259	272	303	377	411	398	183	85,30	0,59	0,69
Castilla-La Mancha	561	603	605	784	807	1.057	1.351	1.543	982	175,04	1,55	2,67
Castilla y León	1.075	1.086	1.260	1.344	1.424	1.451	1.789	1.798	723	67,23	2,97	3,11
Cataluña	9.158	9.404	9.614	9.550	9.665	12.259	13.792	14.043	4.885	53,34	25,28	24,31
Extremadura	617	613	711	782	782	783	783	784	167	27,10	1,70	1,36
Galicia	2.939	3.019	3.080	3.130	3.156	3.265	3.381	3.404	465	15,82	8,11	5,89
La Rioja	133	140	156	148	164	193	187	184	51	38,33	0,37	0,32
Madrid	4.468	4.728	5.958	6.131	6.246	8.976	10.099	10.073	5.605	125,44	12,33	17,43
Murcia	599	608	687	684	685	748	691	686	87	14,48	1,65	1,19
Navarra	667	648	646	643	643	646	646	647	-20	-2,98	1,84	1,12
País Vasco	1.949	1.734	1.243	984	1.084	1.387	1.140	931	-1.018	-52,23	5,38	1,61
Total CC.AA.	36.224	38.337	40.735	41.654	43.565	51.977	56.826	57.775	21.551	59,49	100,00	100,00

Fuente: Banco de España.

crementado su volumen de endeudamiento en mayor medida. Al contrario de la tónica habitual, Madrid, Andalucía, y Castilla y León han registrado variaciones negativas desde 1999.

3. Instrumentalización de las necesidades de endeudamiento

Una vez analizado el volumen de deuda que poseen las distintas comunidades autónomas y entidades locales, pasamos a definir qué instrumentos se han venido utilizando a lo largo de estos últimos años ante las distintas necesidades de endeudamiento y el grado de apelación a los mismos. De esta forma iremos configurando una imagen más definida de la morfología del endeudamiento autonómico y local. Para ello, vamos a realizar una diferenciación entre dos grupos principales de instrumentos de financiación: valores y operaciones crediticias o préstamos. Por valores entenderemos toda la apelación al mercado

hecho de forma directa a través de los instrumentos a corto plazo, pagarés, y a largo plazo mediante programas de subasta regulares o colocaciones privadas o mandatadas a las instituciones financieras. En el marco de operaciones crediticias o préstamos incluiremos la apelación indirecta al mercado a través de financiación bancaria tradicional.

Distribuyendo el volumen de deuda de las carteras entre estas dos categorías podemos constatar el grado de desarrollo y evolución de las políticas de financiación del sector público ex-Administración Central. Las comunidades, que hasta 2002 se habían caracterizado por una financiación eminentemente bancaria, han ido evolucionando hacia un modelo más similar al de la Administración Central, de modo que a cierre de junio de 2007 casi el 55 por 100 del endeudamiento correspondía ya a emisiones de valores, mientras que tan solo el 45 por 100 restante correspondía a financiación bancaria tradicional. El elevado desarrollo y profundidad que los mercados de renta fija han experimentado, y la importante reducción de los diferenciales de emisión que ello ha conllevado

Cuadro 3

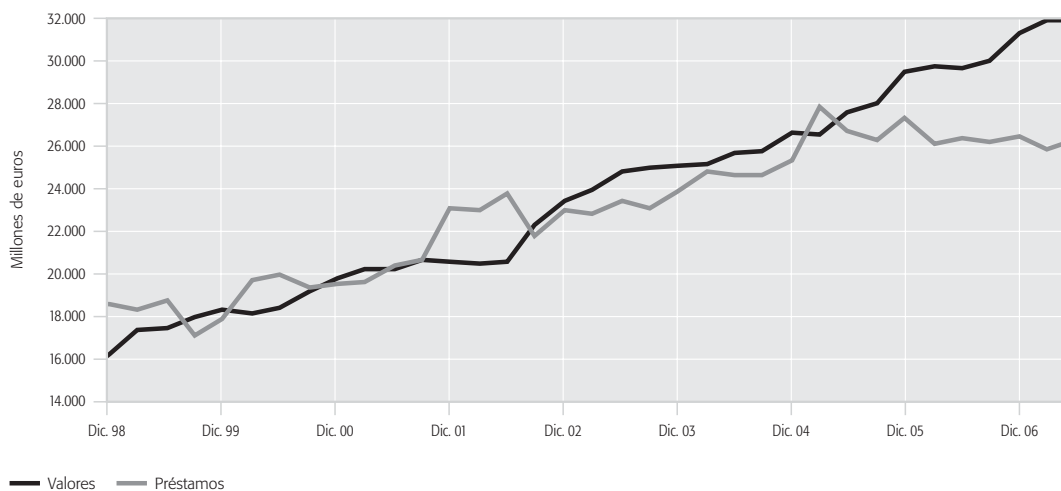
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE ORGANISMOS NO ADMINISTRATIVOS, ENTES Y EMPRESAS NO CLASIFICADAS COMO COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	"Variación 99-06"	"Variación 99-06 (porcentaje)"
Andalucía	236,91	184,72	140,79	143,95	123,77	134,59	125,06	120,04	-116,87	-49,33
Aragón	12,08	11,82	11,64	9,59	128,09	144,89	123,62	88,10	76,02	629,28
Asturias	22,32	12,54	15,40	19,76	25,40	13,88	60,83	93,97	71,64	320,95
Baleares	81,40	44,76	35,60	35,51	49,02	39,01	43,89	92,00	10,60	13,02
Canarias	195,92	186,44	222,00	281,87	307,03	332,29	208,82	203,91	7,99	4,08
Cantabria	5,60	5,42	5,37	7,58	9,23	9,42	9,72	18,52	12,92	230,64
Castilla-La Mancha	17,22	44,63	59,62	434,87	466,83	611,10	697,82	670,35	653,13	3.793,08
Castilla y León	44,83	17,50	17,98	22,56	28,16	40,98	38,80	37,43	-7,40	-16,52
Cataluña	2.024,60	939,66	1.203,47	1.631,62	2.611,01	2.812,12	3.414,89	4.101,65	2.077,05	102,59
Extremadura	5,45	1,23	9,54	8,57	15,43	13,80	7,50	7,95	2,50	45,82
Galicia	48,52	16,86	12,77	11,99	17,32	17,76	19,64	178,08	129,56	267,03
La Rioja	7,70	4,92	2,38	6,55	9,00	2,93	8,91	27,62	19,92	258,79
Madrid	1.289,82	392,86	441,08	437,70	593,23	559,16	506,08	955,75	-334,07	-25,90
Murcia	0,05	0,05	0,07	0,05	0,04	0,00	0,16	0,00	-0,05	-100,00
Navarra	24,11	24,56	52,70	59,86	51,69	56,05	157,41	143,55	119,44	495,30
País Vasco	67,42	76,43	58,93	146,95	99,72	130,99	110,10	114,47	47,05	69,78
Valencia	470,24	861,49	1.138,75	1.298,09	1.447,84	1.448,66	1.499,61	1.696,10	1.225,87	260,69

Fuente: Banco de España.

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE LA MODALIDAD DE ENDEUDAMIENTO DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS



Fuente: Banco de España y elaboración propia. Deuda publicada por Banco de España de acuerdo al Protocolo de Déficit Excesivo, según la sectorización de la base 2000 de la CNE y la notificación PDE de Eurostat.

ha supuesto un incentivo claro para la apelación a este tipo de financiación por parte de las CC.AA.

Pese a lo anterior, hay que resaltar que el comportamiento de las diferentes comunidades autónomas es muy dispar, ya que el proceso que se observa hacia la financiación directa no es extrapolable de una forma individualizada. Nueve de las diecisiete comunidades financian de forma mayoritaria su deuda mediante valores, mientras que en las ocho restantes la presencia de emisiones en la cartera es minoritaria, o incluso inexistente, como es el caso de Asturias, Cantabria, Extremadura y La Rioja.

Por lo que respecta a las corporaciones locales, siguen basando su endeudamiento en financiación bancaria tradicional, tanto es así que, con los últimos datos disponibles, la financiación indirecta representaba casi el 92 por 100 de su cartera, porcentaje que se ha visto incrementado en dos puntos desde 1999. Creemos que este recurso casi exclusivo a la financiación tradicional se debe, en última instancia, al escaso volumen de necesidades de endeudamiento de las corporaciones locales, que lleva a que los costes asociados a la emisión hagan poco atractivas este tipo de operaciones. Como excepción a la tendencia general, los ayuntamientos de Madrid y Barcelona, con un tamaño que les permite gestionar un volumen de recursos abultado, acuden al mercado primario, representando su emisión de valores casi las dos terceras partes del total de emisiones llevadas a cabo por las corporaciones locales.

Cuadro 4

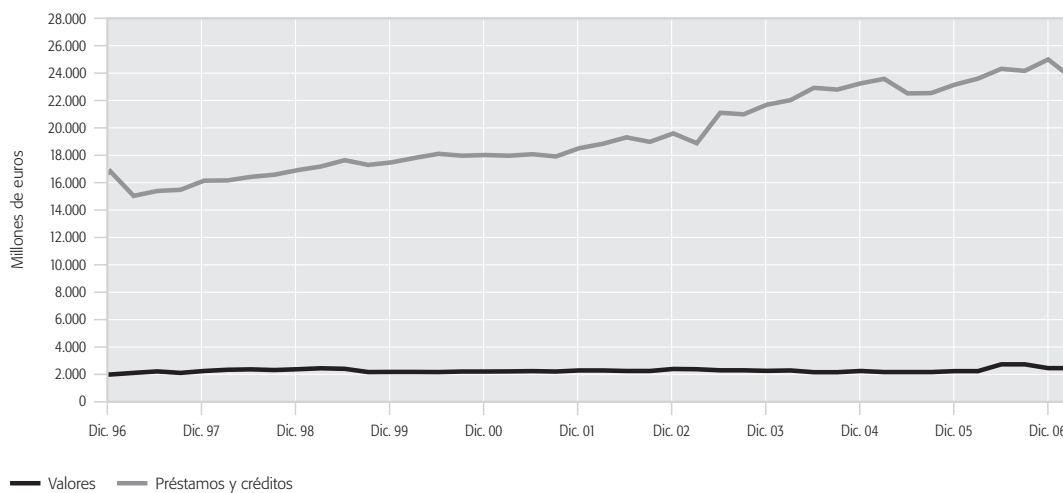
DISTRIBUCIÓN DE LA MODALIDAD DE ENDEUDAMIENTO POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

	Según Modalidad (en porcentaje)		Saldo Vivo Total
	Valores	Créditos	
Andalucía	68,8	31,2	7.213
Aragón	50,6	49,3	1.128
Asturias	0,0	100,0	730
Baleares	25,3	74,7	1.832
C. Valenciana	61,6	38,4	11.130
Canarias	85,7	14,3	1.167
Cantabria	0,0	100,0	370
Castilla-La Mancha	55,8	44,1	1.769
Castilla y León	44,1	55,9	1.598
Cataluña	58,4	41,6	14.537
Extremadura	0,0	100,1	779
Galicia	74,8	25,2	3.229
La Rioja	0,0	100,0	364
Madrid	40,5	59,5	10.227
Murcia	54,2	45,8	677
Navarra	97,3	2,6	627
País Vasco	42,2	57,7	871
Total	54,8	45,2	58.246

Fuente: Boletín del Banco de España. Elaboración propia.

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DE LA MODALIDAD DE ENDEUDAMIENTO DE LAS CORPORACIONES LOCALES



Fuente: Banco de España y elaboración propia. Deuda publicada por Banco de España de acuerdo al Protocolo de Déficit Excesivo, según la sectorización de la base 2000 de la CNE y la notificación PDE de Eurostat.

4. Morfología de los prestamistas

El sector público, excluida la Administración General, instrumenta mayoritariamente su deuda con financiación directa acudiendo a los mercados. No obstante, la financiación indirecta sigue representando un porcentaje importante sobre el total, y en mayor medida en el caso de las corporaciones locales. Por esto, y atendiendo a la clasificación del Banco de España, hay que decir que la financiación bancaria que han contratado las comunidades autónomas a lo largo del período ha sufrido una importante disminución. Tanto es así que desde 2004 ha dejado de ser la financiación mayoritaria, representando actualmente el 34,2 por 100 del total. El primer puesto en cuanto a volumen total pasan a ocuparlo los prestamistas del resto del mundo, que en junio de 2007 representaban casi el 49 por 100 del total. Esto ha supuesto un importante crecimiento para las entidades extranjeras, que desde 2002 han aumentado en más de diez puntos porcentuales su presencia en este segmento. Por su parte las cajas, al igual que los bancos nacionales, han visto reducido su peso en más de seis puntos porcentuales desde 2002.

El elevado peso relativo alcanzado por las entidades extranjeras en los principales prestatarios autonómicos, Valencia, Madrid y Cataluña, les ha permitido erigirse como la principal fuente de financiación, si bien su pre-

sencia en las restantes carteras autonómicas es menos relevante.

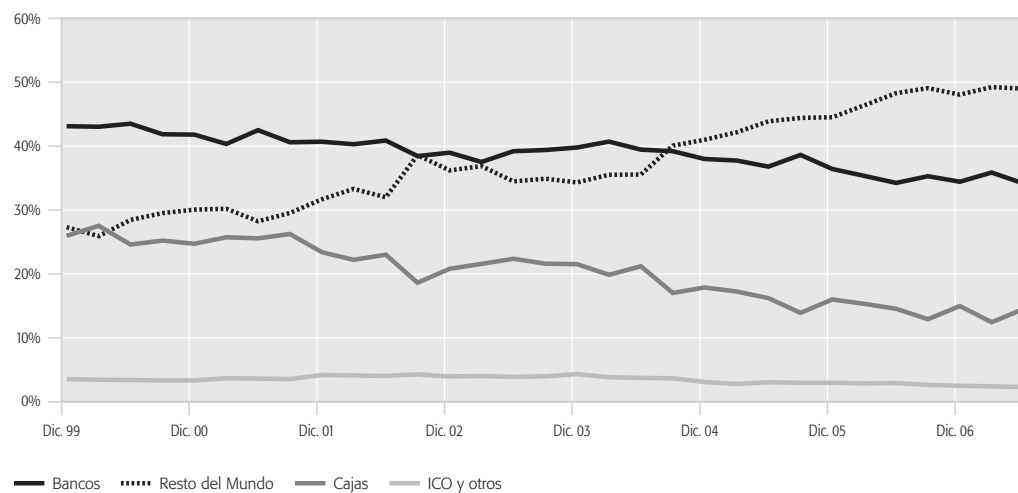
Por lo que respecta a las corporaciones locales, la ausencia de un proceso de diversificación de las fuentes de financiación tan marcado como en el caso autonómico, permite comprobar la territorialidad de la financiación y las vinculaciones manifiestas con el sector financiero local —una característica también observada en las comunidades autónomas en períodos anteriores—. De esta manera, son los bancos y las cajas de ahorros los principales prestamistas de las corporaciones locales, representando el 86 por 100 del total de la deuda formalizada.

5. Discriminación del endeudamiento por plazo

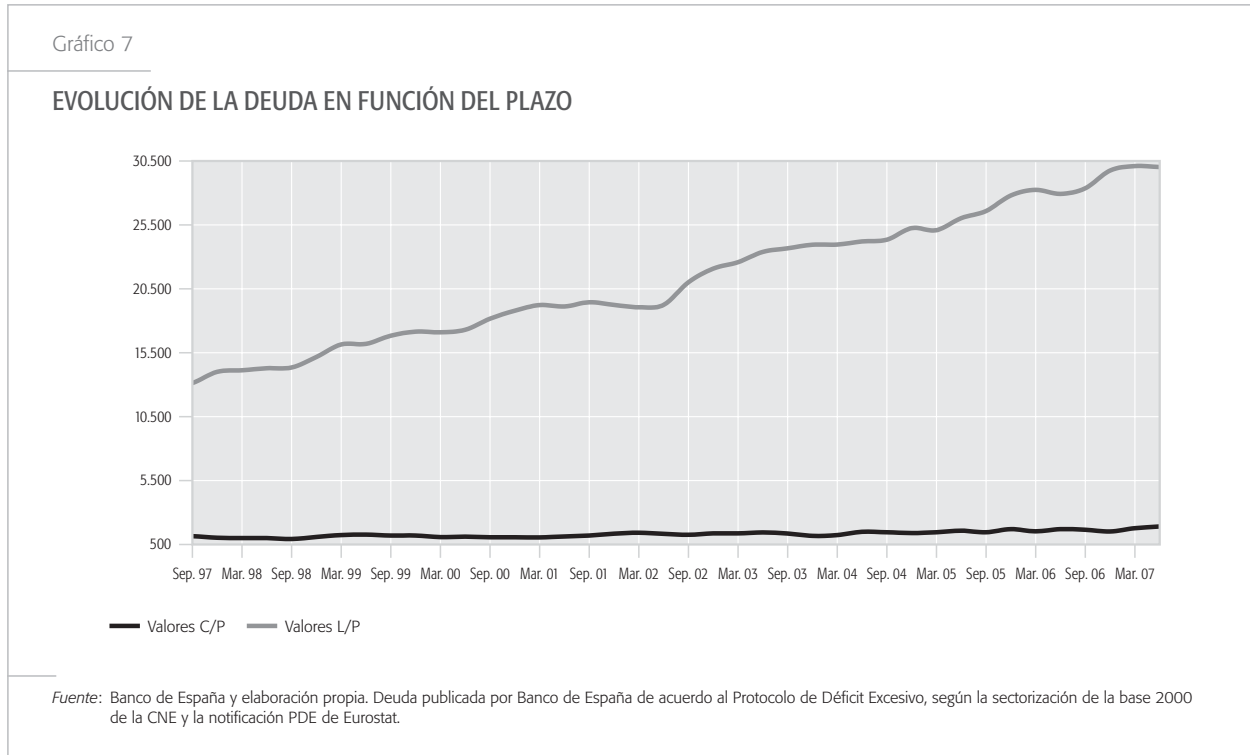
La deuda formalizada por las comunidades autónomas y corporaciones locales, normalmente tiene como objeto la financiación de inversiones productivas en el ámbito de su competencia, siendo la misma a un plazo superior a doce meses. Esto es así, salvo en el caso de tensiones transitorias de liquidez, supuesto en el cual la Administración podrá formalizar deuda a corto plazo. Es por ello, que la mayor parte del endeudamiento del sector público, no considerando al Estado, es esencialmente a largo plazo.

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA BANCARIA POR TIPO DE PRESTAMISTA



Fuente: Banco de España y elaboración propia. Deuda publicada por Banco de España de acuerdo al Protocolo de Déficit Excesivo, según la sectorización de la base 2000 de la CNE y la notificación PDE de Eurostat.



6. Vida media de la cartera de endeudamiento

Por último, para completar este estudio sobre el perfil del endeudamiento de los entes autonómicos y locales, resta analizar la vida media de sus carteras de deuda (media ponderada por el plazo a vencimiento de las operaciones programadas). Con su análisis podemos evaluar la gestión de la misma, poniendo en relación el indicador que obtenemos y las inversiones realizadas que ese endeudamiento financia.

Únicamente podemos realizar el análisis de esta variable para el conjunto de las comunidades autónomas, dada la imposibilidad de obtener datos para configurar un análisis de la vida media del endeudamiento de las corporaciones locales.

La vida media de la deuda del conjunto de las comunidades autónomas a cierre del ejercicio 2006 es de 6,8 años, lo que supone un aumento de 0,2 años respecto a la vida media en 2005, que continúa creciendo desde el mínimo registrado en diciembre de 2004 cuando la vida media del conjunto de la deuda de las comunidades autónomas fue de 5,7 años.

El fuerte repunte tiene su explicación en el escenario de reducidas rentabilidades registrado en el mercado en los

ejercicios 2005 y 2006. Con un escenario de condiciones de financiación tan ventajosas, el conjunto autonómico apeló fundamentalmente a plazos superiores a diez años, proliferando las operaciones a treinta años —Andalucía, Aragón, Baleares, Cataluña, Canarias, Castilla y León, Castilla-La Mancha y Galicia—. De esta manera, con vencimientos tan amplios, y más en el caso de financiación *bullet*, la vida media de la deuda del conjunto de comunidades autónomas ha ascendido hasta los niveles comentados, en más de un año desde 2004.

7. Condiciones de endeudamiento de las administraciones públicas

A lo largo de los últimos años, la estructura y el perfil de la cartera de endeudamiento no sólo ha variado en su morfología y composición sino también en las condiciones de financiación de las operaciones formalizadas a las que acceden. La reducción de los diferenciales crediticios (*spreads*) o márgenes de las operaciones de endeudamiento formalizadas es uno de los rasgos comunes de las carteras de deuda del conjunto de las administraciones territoriales, refiriéndonos con este término al conjunto de administraciones generales de comunidades autónomas y corporaciones locales, el grupo más representativo, tanto por información disponible como por volumen de las operaciones.

Cuadro 5

EVOLUCIÓN DE LA VIDA MEDIA DE LA DEUDA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Comunidad Autónoma	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06
Andalucía	7,2	6,7	6,0	6,1	6,5	6,0	5,6
Aragón	6,7	6,8	7,6	7,8	7,6	8,3	8,8
Asturias	5,0	5,3	6,7	6,7	6,5	6,4	6,0
Baleares	9,2	8,5	8,0	7,1	6,3	11,8	11,3
C. Valenciana	6,9	4,6	4,4	3,5	2,8	3,6	4,1
Canarias	7,2	6,7	7,0	6,5	6,7	5,8	6,7
Cantabria	3,5	3,8	3,4	3,6	3,5	3,0	4,2
Castilla-La Mancha	5,9	6,3	6,5	7,3	7,7	8,0	10,6
Castilla y León	4,3	5,3	5,7	5,5	5,9	7,1	6,8
Cataluña	5,4	5,5	6,3	6,0	7,6	10,1	9,6
Extremadura	5,9	5,8	6,7	6,4	5,5	6,2	5,8
Galicia	ND	ND	5,0	5,2	4,8	6,8	7,2
La Rioja	5,9	NA	6,1	6,2	5,8	8,2	7,8
Madrid	6,3	5,6	6,0	5,7	5,3	4,7	6,1
Murcia	6,8	7,1	6,6	6,4	6,1	6,4	5,6
Navarra	6,7	6,2	5,9	4,9	4,9	6,1	7,0
País Vasco	4,1	4,1	4,0	3,8	3,2	3,1	2,6
Total	6,1	5,9	6,0	5,8	5,7	6,6	6,8

Fuente: Consultores de las Administraciones Públicas.

Tal y como se puede ver en los gráficos 8 y 9 que ilustran la evolución de los diferenciales crediticios de las comunidades autónomas con Programa Regular de Emisión de Bonos y Obligaciones, Cataluña y Andalucía, las condiciones de financiación han registrado un proceso de reducción gradual, con una mayor intensidad a partir de 2003 y que ha alcanzado niveles mínimos a mediados de 2007⁵.

Este escenario se ha visto alterado en los últimos meses, desde la irrupción de la crisis del mercado hipotecario y la racionalización de la financiación que se ha manifestado en los mercados financieros. Para poder fundamentar las causas de este cambio de escenario de financiación autonó-

mico, hemos de determinar las variables que inciden sobre las condiciones de endeudamiento de las comunidades autónomas, tanto en la época de bonanza de los dos últimos ejercicios como en este escenario actual de incertidumbre.

Las razones que explican el motivo del acceso en los últimos años a una financiación más ventajosa por parte de las comunidades autónomas residen tanto en factores cuantitativos —escenario de bajos niveles de los tipos de interés de los últimos años, reducida incertidumbre en el mercado y, por tanto, primas de riesgo en mínimos—, como en cualitativos, referidos a las actuaciones desarrolladas por las propias administraciones.

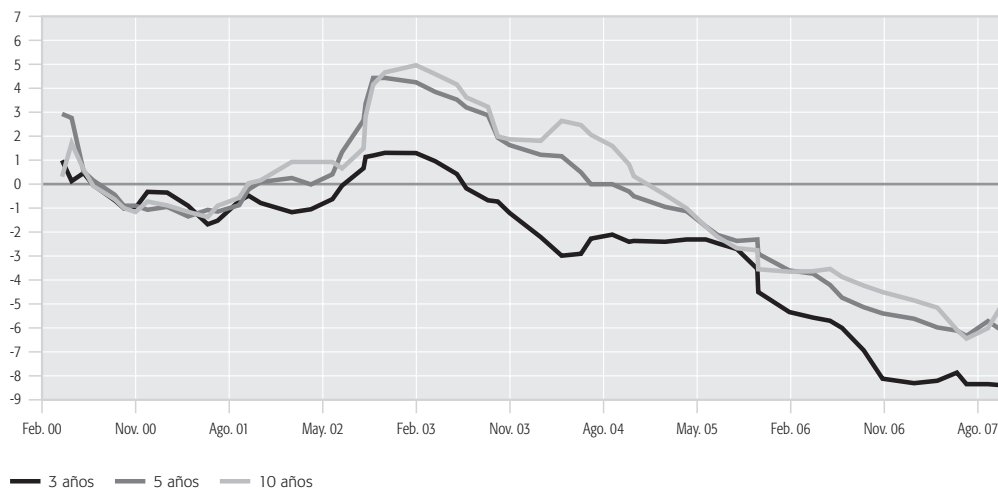
7.1. Factores cualitativos

La sofisticación y el grado de madurez alcanzado en la elaboración de las políticas y estrategias de endeudamiento de las administraciones territoriales y la incursión en nuevos mercados o la exploración de nuevos sistemas de financiación, han favorecido a ese escenario de reducidos di-

⁵ Ante la ausencia de una evolución histórica de los diferenciales crediticios de las comunidades autónomas y corporaciones locales españolas, podemos apelar al ejemplo del comportamiento de los registrados en las emisiones de dos de las administraciones territoriales más recurrentes y activas en el mercado, la Junta de Andalucía y la Generalitat de Cataluña. Si bien los diferenciales no coinciden en su valor absoluto y signo con el del resto de administraciones territoriales, el comportamiento del mismo y su evolución sí permiten extrapolarlos al conjunto.

Gráfico 8

EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES SOBRE IRS (1) DE LOS PROGRAMAS REGULARES AUTONÓMICOS (ANDALUCÍA)



Nota: (1) Swaps de tipos de interés.

ferenciales crediticios del que se han podido aprovechar los organismos.

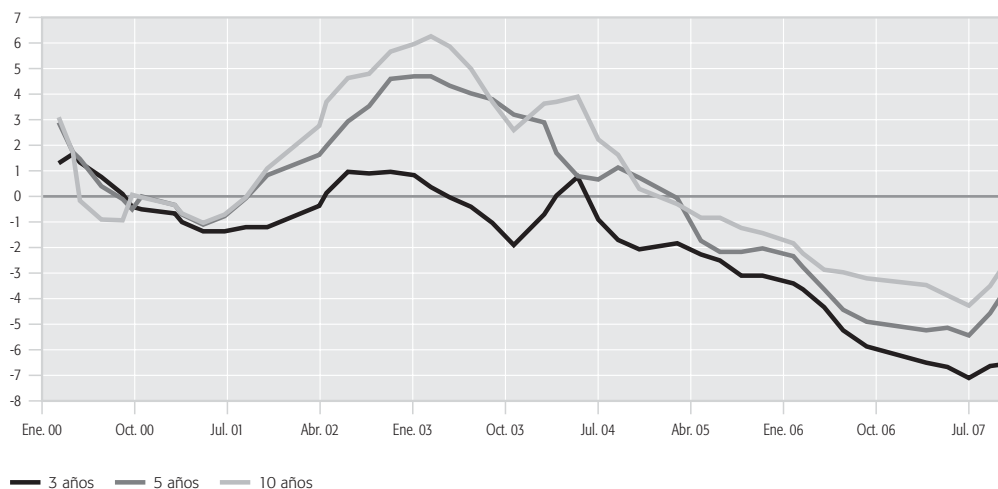
Reflejo de ello, o por este motivo, es la variación en la percepción sobre el conjunto de prestatarios públicos del mercado. De un escenario de débil situación financiera, debido a una fuerte expansión del gasto público y las ratios de endeudamiento que obstaculizaban el acceso a las

fuentes de financiación tradicionales, hemos llegado a un marco de endeudamiento del sector público que se erige como uno de los de mayor competencia y con márgenes más ajustados.

Las medidas legales establecidas han ayudado a alcanzar este estado de solidez financiera. El establecimiento de ratios legales, la aplicación de límites (objetivo de

Gráfico 9

EVOLUCIÓN DE LOS DIFERENCIALES SOBRE IRS DE LOS PROGRAMAS REGULARES AUTONÓMICOS (CATALUÑA)



estabilidad presupuestaria recogido en la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria), y el sometimiento a la supervisión, control y autorización por parte Estado de las políticas de financiación de los organismos territoriales, han contribuido a mejorar su solvencia y, por ende, la percepción del mercado sobre su calidad crediticia y el margen por riesgo de crédito que se les exige.

Sin embargo, la mejora en la percepción del mercado sobre dichos organismos no nace únicamente de la nueva disciplina presupuestaria establecida. La asociada reducción de los márgenes aplicados por riesgo crediticio se debe igualmente a la labor realizada en el seno de las instituciones. La definición de mecanismos de diagnóstico, definición, aplicación y control de la política de endeudamiento, y la profesionalización en la gestión del endeudamiento han permitido evolucionar desde una apelación casi exclusiva a los instrumentos habituales de los prestarios recurrentes, generalmente locales, hacia una apertura a un abanico más amplio de instrumentos y agentes, así como mercados de financiación. La apelación a la emisión de valores como principal fuente de financiación, y la ruptura del oligopolio de las entidades financieras tradicionales y de la vinculación territorial del endeudamiento por parte de las entidades extranjeras (resto del mundo) en el contexto autonómico no son más que evidencias de la evolución alcanzada en el endeudamiento territorial. Esto ha favorecido un incremento de la competencia entre las instituciones financieras por los diferenciales ofertados, permitiendo de esta manera el acceso a unas condiciones de financiación más ventajosas.

Sin embargo, el actual escenario económico que ha restringido el acceso a la financiación o, al menos, a unas condiciones mucho menos ventajosas, evidencia que los factores económicos son los principales para explicar el comportamiento de las condiciones de financiación autonómicas.

Sin minusvalorar la relevancia de todos los factores cualitativos mencionados, resulta esencial resaltar el contexto económico en el que se ha desarrollado la evolución del endeudamiento territorial, constatando la importancia determinante de los factores económicos en la definición de las condiciones de financiación de las administraciones territoriales. En un punto del ciclo económico expansivo, un escenario de crecimiento y un contexto de aversión al riesgo bajo o casi nulo, los factores más relacionados con el ciclo económico son, en realidad, los que determinan el coste del endeudamiento, y muestran que las actuaciones de las administraciones públicas determinan el grado de expansión y potenciación de los efectos de los mismos sobre su coste de financiación. Así lo

determina el análisis de la incidencia de algunas variables económicas sobre los diferenciales de las administraciones territoriales.

7.2. Factores cuantitativos económicos

La situación del ciclo económico se configura como uno de los principales factores que explican el comportamiento de las condiciones de financiación autonómicas. Fases de crecimiento del ciclo económico, perspectivas optimistas de evolución y desarrollo, y tipos de interés al alza se traducirán en una reducción del coste del endeudamiento de las administraciones públicas.

Con la mejora de las finanzas públicas —menor déficit y endeudamiento neto—, la rentabilidad exigida por los inversores es inferior y el diferencial⁶ de la deuda alemana frente al riesgo interbancario, curva IRS, se amplía, presionando de esta manera a la baja el diferencial en concepto de riesgo crediticio aplicado a las administraciones territoriales. Es decir, podemos decir que existe una relación inversa entre la evolución de tipos y los diferenciales aplicados al endeudamiento.

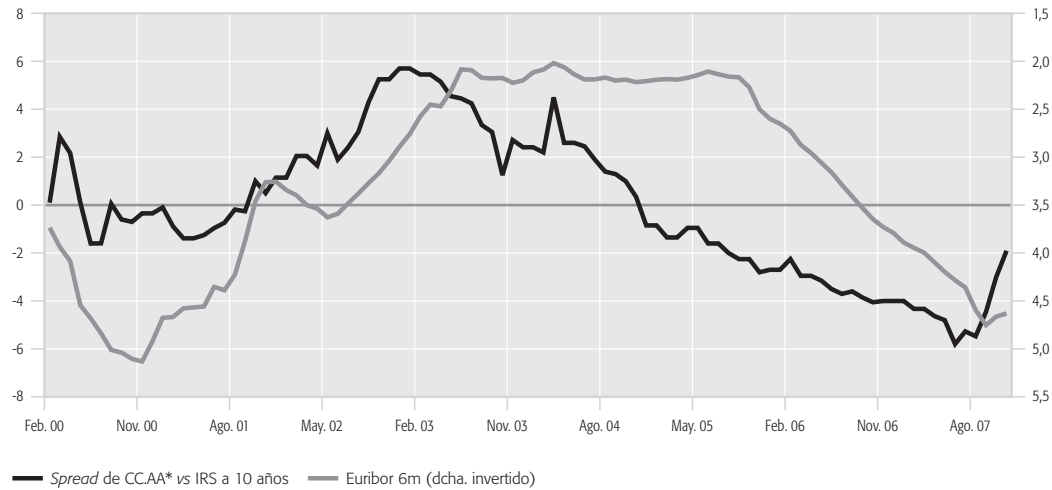
Los cuadros anteriores permiten observar que la relación negativa descrita entre ambas variables, tipos de interés y diferencial, no siempre se mantiene lineal. En el caso concreto del actual entorno, donde el diferencial de la deuda alemana frente al riesgo interbancario —IRS— se ha ampliado, se vislumbra que existe otro tipo de variables, no relacionadas con la fase del ciclo económico, que pueden invertir, potenciar o incluso anular el efecto de los tipos de interés sobre el comportamiento de los diferenciales autonómicos.

La aversión del mercado al riesgo de crédito permite explicar ese tipo de distorsiones que hemos observado en los cuadros anteriores. En escenarios de mínima aversión, la incidencia de los factores e indicadores de la situación del ciclo económico se diluye. Así, a pesar de la tendencia al alza en la curva de tipos de interés observada a partir de 2003 y la estabilidad del *swap spread* de la deuda ale-

⁶ El diferencial o *swap spread* —diferencia entre la rentabilidad de los activos emitidos y la curva de referencia interbancaria (IRS) al mismo plazo— de la deuda alemana se define como un indicador de la situación del ciclo económico. Así, teniendo en cuenta que la diferencia es negativa, ya que la rentabilidad que el mercado exige a la deuda alemana es menor que la exigida en el mercado interbancario, podemos interpretar que, en principio, una mejora de las finanzas públicas generará una ampliación del *swap spread* negativo de la deuda alemana y escenarios de déficit públicos elevados y emisiones netas en crecimiento, generarán una reducción del mismo.

Gráfico 10

EVOLUCIÓN DIFERENCIAL CC.AA. (TIR VS IRS 10 AÑOS) Y EURIBOR 6 MESES



mana en los trimestres siguientes, fue la fuerte reducción de los niveles de aversión al riesgo el factor que situó los diferenciales autonómicos en mínimos históricos. Por el mismo motivo, cualquier aumento de la aversión al riesgo generará un repunte del coste diferencial de las administraciones territoriales.

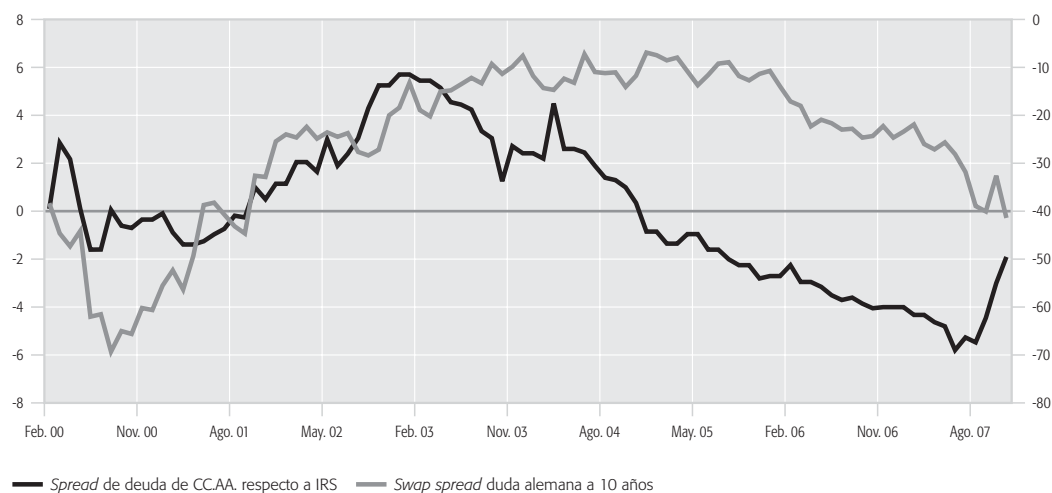
El entorno actual, con una crisis de liquidez que no acaba de dar señales de mitigarse, ha generado una pérdida de confianza en el seno del sistema financiero ante la in-

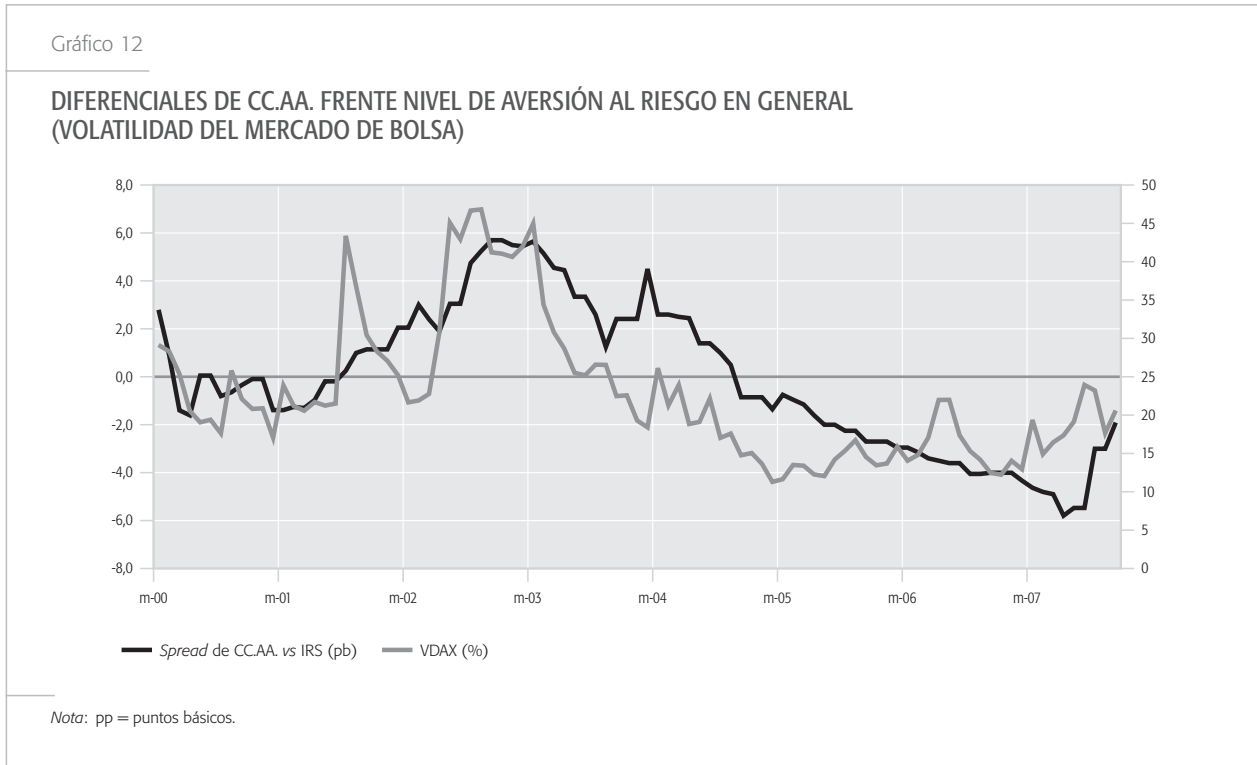
certidumbre sobre la magnitud de las potenciales pérdidas derivadas de los créditos concedidos en el mercado hipotecario y del grado de contagio de las entidades financieras. Por ello, el coste de financiar la prima de riesgo aplicada a la financiación se ha elevado desde mínimos en los últimos años.

Existen varios indicadores para medir y evaluar el grado de aversión al riesgo de crédito. Los índices de volatilidad implícita, cotizados para los tipos de interés o mer-

Gráfico 11

DIFERENCIALES DE CC.AA. Y SPREAD DEUDA ALEMANA VS IRS A 10 AÑOS (SWAP SPREAD A 10 AÑOS)





cado de renta variable, sirven para cuantificar el grado de incertidumbre del mercado. Ante una mayor aversión al riesgo a nivel global, se produce una huída hacia activos de mayor calidad crediticia, incrementándose su demanda (bonos soberanos de máxima calificación crediticia), y endureciéndose el coste de la financiación en el mercado monetario.

Un segundo indicador es el *swap spread* de emisores corporativos. Se trata del diferencial sobre el riesgo interbancario aplicado a la financiación de los prestatarios del sector privado, con calificaciones habitualmente de menor grado, que es una medida más específica y se caracteriza por una mayor sensibilidad a la aversión del mercado al riesgo de crédito.

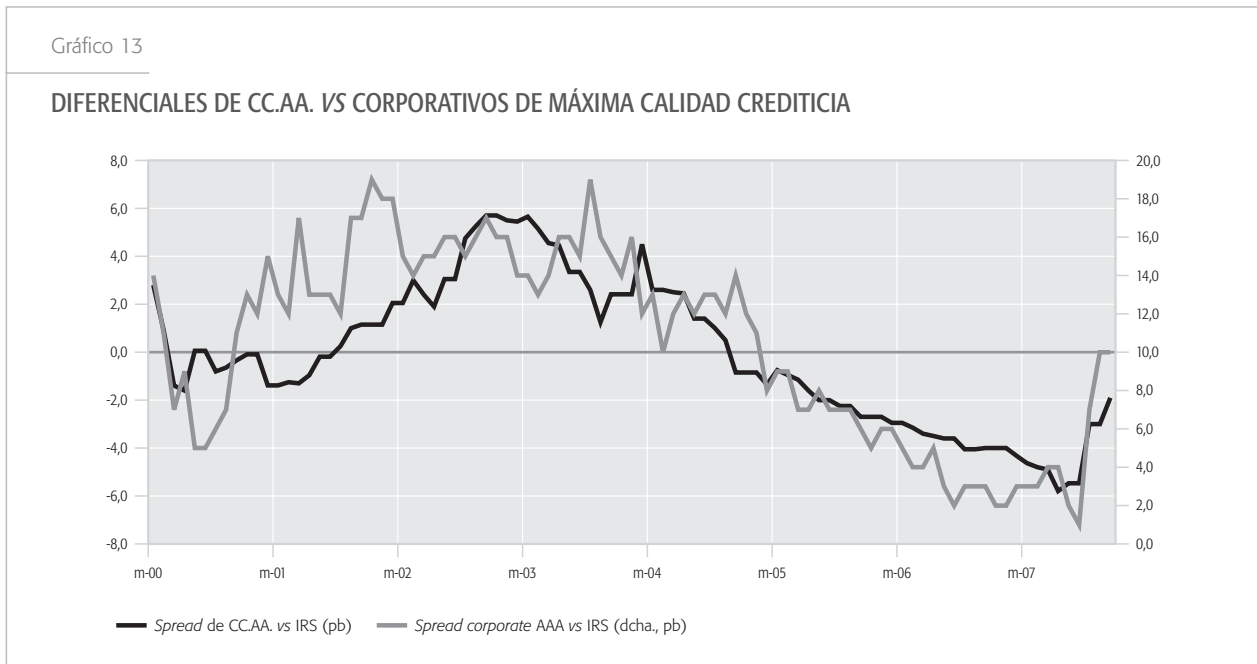
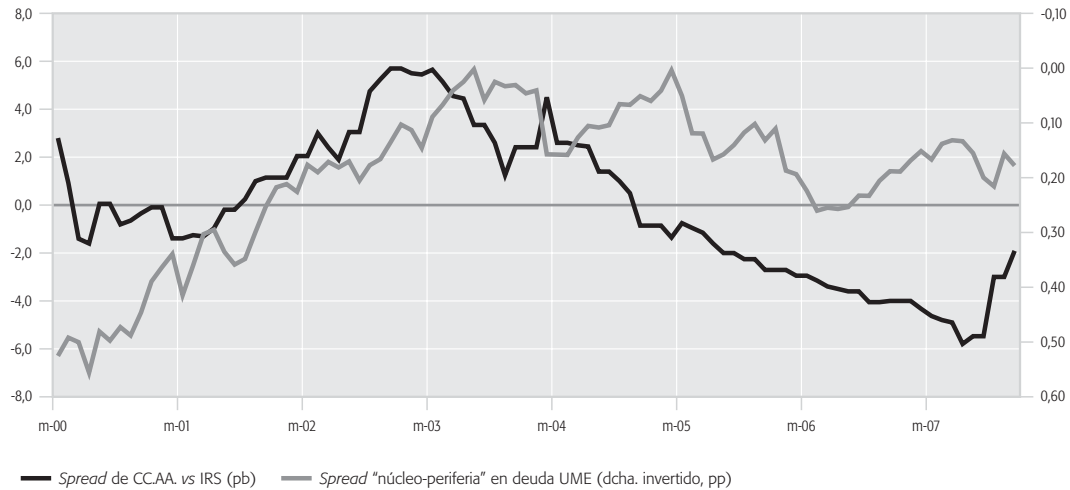


Gráfico 14

DIFERENCIALES DE CC.AA. VS DISCRIMINACIÓN DEL MERCADO ENTRE SOBERANOS "NÚCLEO-PERIFERIA"



En escenarios extremos, con elevada aversión al riesgo, el *swap spread* de emisores soberanos se convierte en una herramienta muy útil. El estudio de la discriminación que realiza el mercado incluso entre emisores con una reducida probabilidad de impago permite comprobar las dificultades para acceder a la liquidez y el recrudecimiento de las condiciones de financiación (mucho mayores en los prestatarios con un riesgo más elevado).

En los tres indicadores podemos observar y, por tanto, explicar, la aversión al riesgo del mercado y la prima de riesgo aplicada a todo aquellas inversiones que no representen un "activo refugio" —activos con reducido riesgo (por ejemplo, la deuda alemana)—. Desde el mes de agosto, la prima del riesgo no ha hecho sino elevarse, lo que ha supuesto, como podemos observar, un empeoramiento de las condiciones de financiación de los emisores con Programa Regular en concreto y, por extrapolación, de los emisores públicos en general.

8. Conclusiones

El análisis de la evolución del endeudamiento de las administraciones territoriales a lo largo de los últimos años no lleva sino a la conclusión de un alto grado de profesionalización en la gestión del mismo. Tanto la contención del volumen de deuda, como la diversificación de las fuentes de financiación, y el desarrollo de vías y mercados alternativos de financiación han fortalecido la posición de las administraciones territoriales en el mercado financiero.

Por otro lado, reconocer que el saneamiento de las cuentas públicas, y de las actuaciones y políticas de endeudamiento desarrolladas, han tenido una implicación directa en la mejora del coste de financiación de las administraciones territoriales y en la percepción entre los inversores de una mejora de la calidad crediticia de las mismas, no puede hacer pasar por alto que el principal factor de la reducción del diferencial ha sido una combinación de abundancia de liquidez y mínima aversión al riesgo en los mercados.

Por ello, en un entorno económico como el actual, con la crisis en el mercado de crédito y de liquidez, la desconfianza e incertidumbre y el consiguiente incremento del grado de aversión al riesgo, se produce una mayor discriminación entre distintas categorías de riesgo crediticio y, también, una penalización a los activos de emisores menos líquidos. Así, los diferenciales frente al interbancario de las administraciones territoriales han experimentado un notable repunte.

En las últimas emisiones del ejercicio 2007, realizadas al cierre del mes de noviembre, el *swap spread* negativo autonómico se ha reducido entre tres o cuatro pb, confirmando la tendencia alcista iniciada en agosto con motivo de la crisis de liquidez de los mercados financieros. De acuerdo con los modelos econométricos construidos con las variables cuantitativas o económicas antes descritas y su grado de predicción, se estima, para un horizonte de previsión a marzo de 2008, que el *swap spread* autonómico continuará en su senda alcista hasta valores próximos al -0,3. Para ello hemos asumido un mantenimiento de los ni-

veles actuales de volatilidad y diferenciales crediticios, y de tipos de interés para la UME —estabilidad del tipo de intervención en 4 por 100 y progresiva adecuación de las condiciones de financiación a las correspondientes al actual escenario económico-financiero.

Si bien esperamos que en el medio plazo se interrumpa la tendencia al alza de los *swap spreads*, cuando se sol-

venten las distorsiones en el mercado de crédito, los niveles de aversión al riesgo en general, en un entorno de cambio de signo del ciclo de crédito, y la probabilidad creciente de una ralentización significativa en el ritmo de crecimiento de la economía nos dirigen hacia una etapa de mayores diferenciales de emisión de forma estructural. Los niveles alcanzados antes de la crisis hipotecaria difícilmente volveremos a verlos en los próximos años.