

La deuda de las comunidades autónomas

Iker Goikoetxea Bilbao
César Cantalapiedra*

El aumento de la deuda pública es uno de los principales exponentes de casi todas las crisis económicas, pero cuando su intensidad es tan profunda como en los dos últimos años, los riesgos se acentúan. Sin el ritmo de crecimiento económico necesario para bombear suficientes recursos tributarios a las administraciones públicas y sin tasas relevantes de inflación que permitan diluir los efectos del mayor endeudamiento, en los mercados se ha generado el temor a una burbuja de la deuda pública que ha obligado a los gobiernos a replantearse las políticas expansivas de gasto público, especialmente en los países europeos.

En nuestro país, esta dinámica se ha traducido en un considerable repunte del *stock* de deuda pública, que ha

supuesto doblar su peso sobre el PIB en apenas tres años. A pesar de ello, los niveles se mantienen por debajo del resto de países de su entorno, lo que no ha impedido que, en los momentos de mayor percepción de riesgo, las primas que paga el Tesoro español sobre los países del núcleo europeo hayan llegado a alcanzar máximos de tres puntos porcentuales.

Semejantes diferenciales de tipos subrayan el grado de desconfianza que en momentos determinados han puesto de manifiesto los inversores y prestamistas, añadiendo fuertes dosis de incertidumbre a los planes de colocación de deuda en un ejercicio como el pasado en el que no sólo hay que subrayar que el Tesoro preveía alcanzar los 200.000 millones de euros. Otras instituciones con garantía estatal como el ICO, el FROB (para la reestructuración

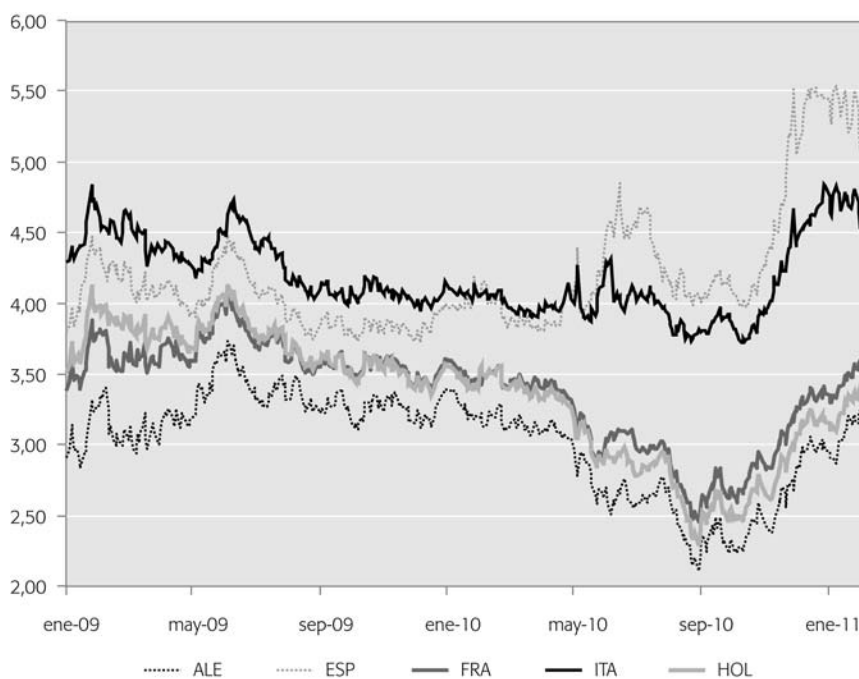
* Analistas Financieros Internacionales.

DEUDA SOBRE PIB (%)

	España	Alemania	Francia	Italia	Holanda
dici-03	48,7%	63,9%	62,9%	104,4%	52,0%
dici-04	46,2%	65,8%	64,9%	103,8%	52,4%
dici-05	43,0%	68,0%	66,4%	105,8%	51,8%
dici-06	39,6%	67,6%	63,7%	106,6%	47,4%
dici-07	36,1%	64,9%	63,8%	103,6%	45,3%
dici-08	39,8%	66,3%	67,5%	106,3%	58,2%
dici-09	53,2%	73,4%	78,1%	116,0%	60,8%
dic-10 (p)	64,4%	75,7%	83,0%	118,9%	64,8%
dic-11 (p)	69,7%	75,9%	86,8%	120,2%	66,6%

Fuente: Comisión Europea.

EVOLUCIÓN DE LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (%)



Fuente: Bloomberg.

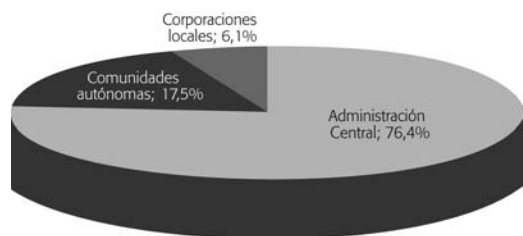
bancaria) o el FADE (para el déficit tarifario) también tuvieron que preparar al mercado para absorber operaciones muy significativas (aunque alguna de ellas no se ha concretado hasta principios de 2011).

En el caso español, nuestra estructura de deuda pública presenta además algunas connotaciones particulares que añaden mayor complejidad al análisis. Actualmente, algo más de tres cuartas partes de la deuda está respaldada por la Administración Central y el 23,6 por 100 restante se divide de forma muy heterogénea entre diecisiete

comunidades autónomas y más de ocho mil doscientos municipios. La parte más representativa es la deuda regional, que equivale a un 17,5 por 100 del total y un 10,2 por 100 del PIB. Y por último, la deuda de las corporaciones locales, a pesar de la percepción generalizada, es una tercera parte de la deuda regional y apenas supera el 6 por 100 de la deuda pública.

DEUDA PÚBLICA POR ADMINISTRACIONES DE ACUERDO AL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)

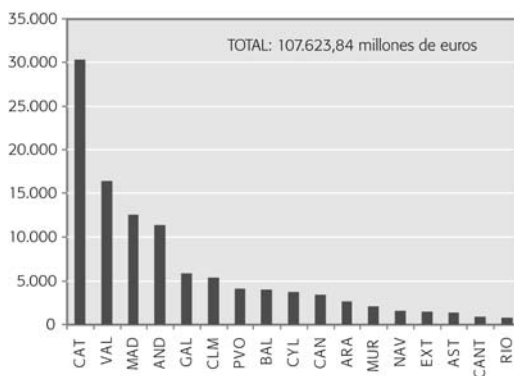
Septiembre 2010



Fuente: Banco de España.

VOLUMEN DE DEUDA POR COMUNIDAD AUTÓNOMA DE ACUERDO AL PDE

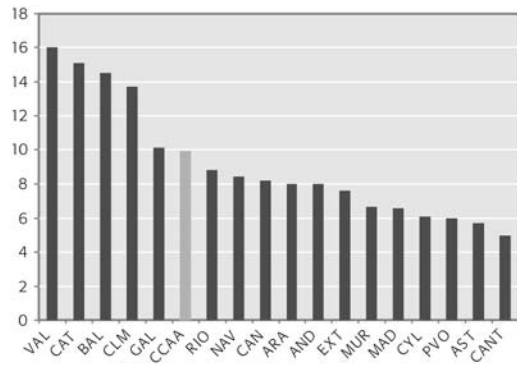
Septiembre 2010 (millones de €)



Fuente: Banco de España.

DEUDA SOBRE PIB REGIONAL POR COMUNIDAD AUTÓNOMA DE ACUERDO AL PDE

Septiembre 2010 (%)



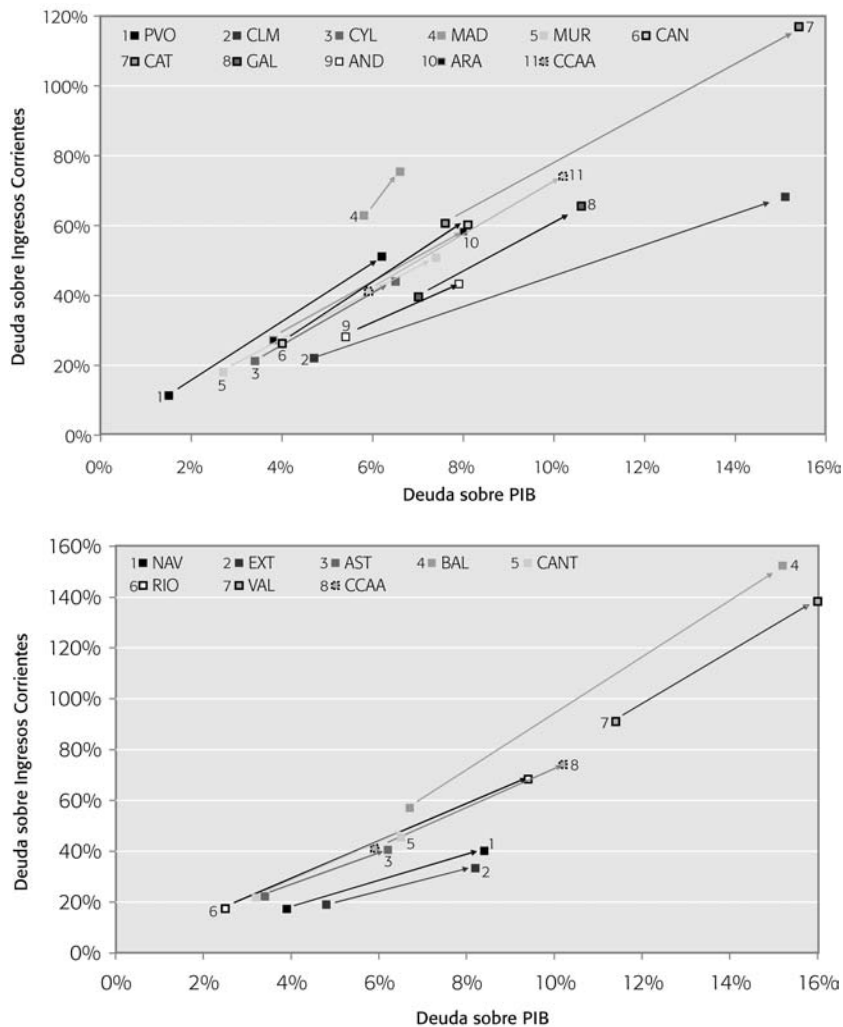
Fuente: Banco de España.

Con las cifras actuales se constata que el mayor problema de la deuda española no debería ser la territorial, pero ello no es óbice para reconocer que la tendencia que ha mantenido en los últimos tres años es insostenible. No tanto por su senda de crecimiento, que en media es similar a la estatal, como por la dinámica del gasto estructural que explica este desajuste de las cuentas públicas territoriales. Era previsible que la descentralización de políticas tan intensivas en gasto como la sanidad, la educación o los servicios sociales, fuera repercutiendo también en una descentralización progresiva de la deuda, pero deberían haberse implantado medidas que demuestren una mayor capacidad de controlar la demanda de estos servicios y una política con los inversores que les transmitiera mayor confianza en la estabilidad de los futuros presupuestos regionales.

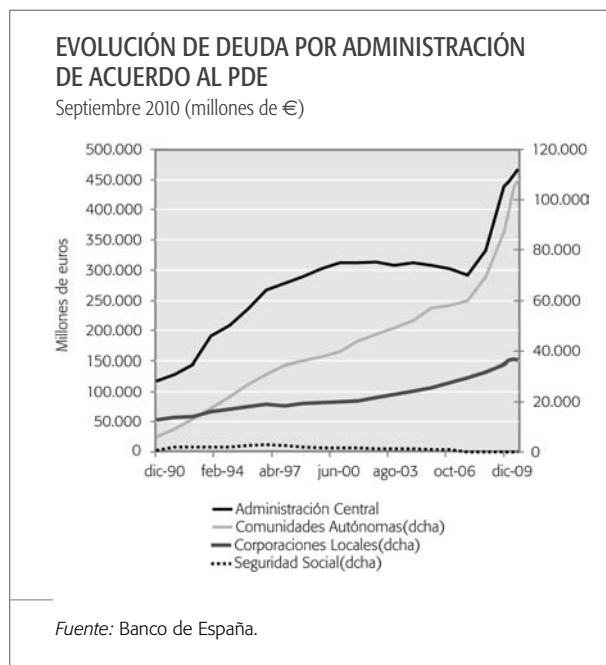
En concreto, y más allá de estas consideraciones, el saldo vivo de la deuda autonómica durante este período

RELACIÓN DEUDA SOBRE PIB REGIONAL – DEUDA SOBRE INGRESOS CORRIENTES

2006 y SEP2010 (%)



de crisis se ha multiplicado por dos y, a la espera de conocer las cifras de cierre, al finalizar 2010 pudo situarse en un rango entre los 115.000-120.000 millones de euros. Estamos, por lo tanto, ante un cambio cualitativo de estatus como prestatarios de todos los gobiernos regionales, que tendrán en el futuro una presencia mucho más activa en los mercados de capitales. Si estimamos una vida media entre cinco y seis años, el conjunto de los presupuestos autonómicos tendrá que asumir una amortización anual que rondará entre 20.000 y 25.000 millones de euros.



Como cualquier otro emisor que se plantee mantener una presencia activa en los mercados, este nuevo estatus está asociado a una política mucho más exigente de comunicación y credibilidad con los inversores, tanto más cuanto mayor sea el peso de los no residentes. En este sentido, hay que recordar que todo este proceso ha sido viable como consecuencia del protagonismo creciente de los inversores foráneos en la financiación. Aunque su participación es diversa según el tipo de instrumentos y los diferentes gobiernos autonómicos, es significativo que con datos a septiembre pasado, un 40 por 100 del total de la deuda autonómica viva materializada en préstamos haya sido concedida por entidades extranjeras.

Las medidas anunciadas en el Consejo de Política Fiscal y Financiera (en adelante, CPFF) del pasado 24 de noviembre responden a esta necesidad y se concretarán con la publicación trimestral de la ejecución de los presupuestos autonómicos desde el próximo ejercicio. En la misma dirección, la tutela del Ministerio de Economía y Hacienda ha estrechado el margen de maniobra en la concesión de autorizaciones de endeudamiento, supeditándolas al cum-

plimiento gradual de los compromisos de reequilibrio de las cuentas públicas. Según nuestra normativa de estabilidad presupuestaria, en las condiciones actuales todos los gobiernos regionales necesitan autorización expresa del Ministerio para endeudarse, salvo las comunidades de Madrid, Galicia y La Rioja. En los tres casos, sus últimos presupuestos liquidados definitivos (los de 2009, porque los de 2010 se conocerán en el último trimestre de este año), pudieron mantenerse en estabilidad presupuestaria; es decir, con un saldo negativo inferior al 0,75 por 100 del PIB, que les capacita para solicitar préstamos bancarios a largo plazo sin la mencionada autorización —para la emisión de valores es necesaria en cualquiera de los casos—.

Para las demás, el 2,4 por 100 de déficit máximo autorizado sobre el PIB en 2010 se fraccionó en tres partes (0,75 por 100, 1,20 por 100 y 0,45 por 100), de las cuales la tercera no se tramitará hasta que se justifique haber cumplido dicho objetivo. Del mismo modo, también en este ejercicio se distribuirá la financiación del déficit previsto en tres bloques, en concreto, del 0,65 por 100, 0,40 por 100 y 0,25 por 100 hasta totalizar el 1,3 por 100 sobre el PIB. La captación, por lo tanto, de nueva deuda en los mercados sólo será posible cuando se garantice la eficacia de las medidas de ingresos y gastos incorporadas en los planes económico-financieros.

De hecho, tras el último CPFF, se señalaron algunas comunidades autónomas que no podrán endeudarse por el importe equivalente al segundo tramo hasta que corrijan la senda de su ejecución presupuestaria porque, en opinión del Ministerio, no resultaba compatible con el objetivo pactado. Aunque este proceso de tutela, tan procedimental por parte del Ministerio, envía una señal de ortodoxia a los mercados y al conjunto de los agentes económicos, ha derivado en una acumulación de autorizaciones en momentos determinados en los que apenas existía demanda de papel.

Es evidente que el tiempo de los mercados no puede marcar el calendario en las relaciones entre el Ministerio y las comunidades autónomas pero, vistas las dificultades para captar financiación en las condiciones actuales, tampoco parece deseable que se acumulen retrasos que condicionen a las regiones a ser precio aceptantes sino que pueden aprovechar las ventanas de oportunidad que pudieran ofrecer determinados inversores.

La financiación de los gobiernos regionales en 2010

El pasado ejercicio fue un año récord en la captación de deuda pública para cubrir unas necesidades de financiación

que se estimaban inicialmente en 40.000 millones de euros por diversos conceptos. Una parte proveniente de ejercicios anteriores (bien por límites no dispuestos con anterioridad, bien por desajustes superiores a los presupuestados), otra por la refinanciación de las amortizaciones programadas para el ejercicio y, por último, la mayoritaria se correspondía con el déficit autorizado de 2010 (como ya se ha mencionado, el 1,95 por 100 sobre el PIB que suman las dos primeras autorizaciones del 2,4 por 100 previsto). Canalizar a los mercados semejante volumen ha constituido un desafío sin precedentes para los gobiernos autonómicos, más aún en un contexto tan poco propicio. Valga reseñar que esta cifra equivalía al 46 por 100 del saldo vivo de deuda autonómica a cierre del ejercicio 2009.

Ante el elevado volumen de las necesidades a materializar en el ejercicio, la estrategia de endeudamiento se inició con mayor celeridad que en los años anteriores. Coincidiendo en los primeros meses, algunas comunidades autónomas llevaron a cabo procesos de gira (*roadshow*) para reunirse con los inversores y mejorar el grado de conocimiento en el exterior de sus competencias y su esquema de financiación. Estos procesos de mayor transparencia desembocaron en varias emisiones de carácter público, basadas en la comunicación de un precio objetivo, la apertura de libros, la recepción de demandas, la selección del precio de emisión y la adjudicación antes de la emisión definitiva.

Coincidiendo con este incremento en la oferta de papel, los prestatarios acusaron un encarecimiento de los

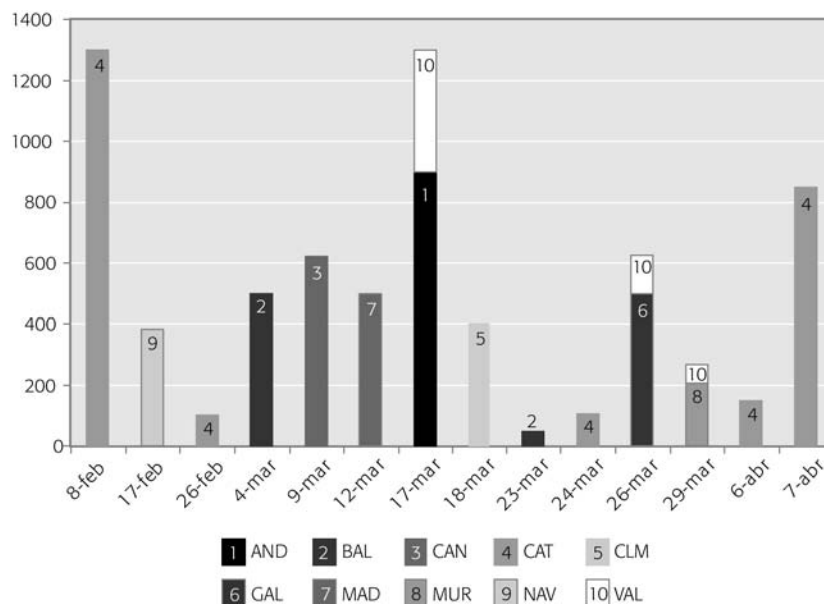
costes de financiación. Es cierto que un año antes, en 2009, se habían sucedido episodios de fuertes restricciones que condujeron los diferenciales (niveles de *spread*) hasta los 240-250 puntos básicos (pb) sobre el tipo interbancario de referencia, pero la descongestión de los mercados tras el verano permitió concluir el ejercicio en niveles más moderados de 60-70 pb. Un año después, estas circunstancias adversas volvieron a repetirse y realmente fueron escasos los períodos en los que se pudo apreciar un apetito inversor significativo.

Desde las primeras operaciones ya se pudo constatar la necesidad de asumir mayores costes en las operaciones de endeudamiento. De ser considerados emisores sin apenas riesgo —con margen nulo respecto a la curva IRS—, los inversores pasaron a exigir un diferencial mínimo equivalente a la suma del factor riesgo país (diferencial España – Alemania) y el riesgo subsoberano determinado por el diferencial de los *länder* alemanes frente al *bund* alemán. Además, los mercados comenzaron a discriminar por riesgo entre las regiones. Si bien históricamente no se venían observando diferencias claras entre ellas y se trataba al sector autonómico como un conjunto homogéneo, en muchas ofertas apareció un componente específico de riesgo crediticio según el nivel de *rating* de cada emisor que hubo que añadir a la prima común por el hecho de ser comunidad autónoma.

A pesar de los inconvenientes, en los primeros cuatro meses del año, el conjunto autonómico formalizó deuda

CONCENTRACIÓN DE EMISIONES EN LOS MESES DE FEBRERO A ABRIL

(Millones de €)



por un volumen total en torno a los 10.000 millones de euros, de los cuales 8.000 millones de euros se canalizaron a través de los mercados primarios de capitales. Una idea del grado de concentración de la actividad es que más de 5.300 millones de euros de esas emisiones se produjeron en el plazo de un mes, con características muy homogéneas casi todas ellas, tanto en el cupón, a tipo fijo, como en el plazo, con vencimiento en 2020.

El estallido de la crisis griega, a mediados de abril, marcó un punto inflexión en el acceso a los mercados de capitales. La elevada aversión al riesgo que desencadenó el rescate del país heleno y el efecto contagio sobre los países periféricos de la Unión Monetaria, España entre ellos, se trasladó de forma inmediata a los emisores autonómicos. Desde entonces, algunas fuentes que tradicionalmente habían sido receptivas al riesgo de los gobiernos regionales fueron dando muestras de agotamiento. Y esta ausencia de fluidez en el mercado primario acabó por imposibilitar la aparición de nuevas emisiones públicas, alterando por completo la estrategia de endeudamiento. De hecho, las posibilidades de financiación, sobre todo en la segunda mitad del año, se restringieron a los circuitos de las colocaciones privadas con criterios más oportunistas que los mercados mayoristas y previa demanda de los inversores, o a algunas operaciones de crédito, normalmente concedidas por la banca doméstica.

En definitiva, se produjo un fuerte proceso de atomización del endeudamiento que aún en estos primeros meses de 2011 se mantiene. Las operaciones que se pudieron formalizar, captaron volúmenes inferiores y los procesos de financiación se prolongaron en el tiempo, de modo que para obtener el mismo volumen de fondos hubo que suscribir un mayor número de operaciones.

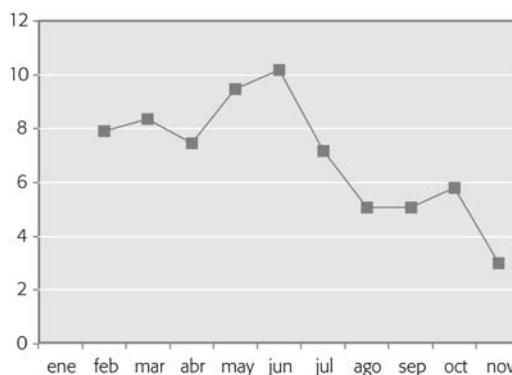
EFFECTO CRISIS DEUDA PÚBLICA SOBRE LA ACTIVIDAD MERCADO PRIMARIO

	Nº emisiones	Volumen emitido (mill. €)	Volumen medio (mill. €)
Escenario pre-crisis	25,00	7.472,04	298,88
Escenario post-crisis	69,00	7.957,25	115,32
Variación	44,00	485,21	-183,56

Los plazos de financiación también se redujeron de forma manifiesta. Frente a una media de diez años de plazo que alcanzaron las emisiones o los préstamos sindicados en el primer cuatrimestre del año, la duración de las

siguientes se recortó hasta el entorno de cinco años. Tratar de superar estos plazos medios o aumentar el nominal de las operaciones por encima los 100 millones de euros, en el mejor de los casos, añadía más presión sobre los costes de endeudamiento. En algunas ocasiones, para alargar los vencimientos por encima de los diez años se estructuraron operaciones a la medida del inversor, ligando el coste de financiación a un índice (por ejemplo, se materializaron varias operaciones vinculadas a la inflación).

MEDIA MÓVIL PONDERADA DEL PLAZO MEDIO DE EMISIONES AUTONÓMICAS (AÑOS)



Fuente: Bloomberg y CAP.

El serio castigo sufrido por la deuda española en las últimas semanas del año, con el cuestionamiento de la zona euro como telón de fondo, no hizo sino agravar esta situación. Desde que el Tesoro perdiera la calificación de triple-A también de la agencia Moodys (Standard & Poor's había tomado esta misma decisión en 2009) asistimos a una nueva oleada de rebaja de las calificaciones crediticias que terminó salpicando a casi todas las comunidades autónomas.

La conjunción de todos estos factores ha terminado erosionando la capacidad de acceso a los mercados, presionando al alza las primas de riesgo de los prestatarios regionales, que en determinados momentos llegaron a alcanzar máximos de 140 pb sobre el Tesoro y de 300 pb sobre la referencia interbancaria. En el caso de la financiación intermediada, el coste financiero se ha situado alrededor de 30 pb por debajo del nivel de rentabilidad adicional exigida por los inversores para emitir. Por ello, los préstamos se han convertido en la fuente más atractiva de financiación cuando ha sido posible obtener la valoración favorable de las entidades de crédito. Sin embargo, el establecimiento de líneas máximas de riesgo en el balance de cualquier banco o caja y los efectos derivados de la reestructuración de nuestro sistema financiero ha limitado la

CAMBIOS EN EL RATING DE CCAA EN 2010

Fecha	CCAA	Agencia	Rating/Persp.	Anterior	Movimiento	Actual
17-sept-10	AND	Fitch	Rating	AA	Rebaja	AA-
26-oct-10	AND	S&P	Rating	AA	Rebaja	AA-
4-agos-10	AST	Fitch	Perspectiva	Estable	Cambio	Negativa
31-marz-10	BAL	S&P	Rating	AA-	Rebaja	A+
31-marz-10	CAN	S&P	Rating	AA	Rebaja	AA-
14-sept-10	CAN	Fitch	Rating	AA	Rebaja	AA-
4-agos-10	CANT	Fitch	Perspectiva	Estable	Cambio	Negativa
14-mayo-10	CAT	S&P	Rating	AA-	Rebaja	A+
17-sept-10	CAT	Fitch	Rating	A+	Rebaja	A
19-oct-10	CAT	Moody's	Rating	A1	Rebaja	A2
30-dici-10	CAT	S&P	Rating	A+	Watchlist	
1-juli-10	CLM	Moody's	Rating	Aa2	Rebaja	Aa3
4-agos-10	CLM	Fitch	Perspectiva	Estable	Cambio	Negativa
21-dici-10	CLM	Moody's	Rating	Aa3	Rebaja	A1
21-dici-10	CLM	Fitch	Rating	AA-	Watchlist	
1-juli-10	CYL	Moody's	Rating	Aa1	Rebaja	Aa2
1-juli-10	EXT	Moody's	Rating	Aa1	Rebaja	Aa2
8-novi-10	GAL	S&P	Rating	AA	Rebaja	AA-
1-juli-10	MAD	Moody's	Rating	Aa1	Rebaja	Aa2
10-juni-10	MUR	S&P	Rating	AA-	Rebaja	A+
1-juli-10	MUR	Moody's	Rating	Aa1	Rebaja	Aa2
14-sept-10	MUR	Fitch	Rating	AA	Rebaja	AA-
21-dici-10	MUR	Moody's	Rating	Aa2	Rebaja	Aa3
26-febr-10	NAV	S&P	Perspectiva	Estable	Cambio	Negativa
29-abri-10	NAV	S&P	Rating	AAA	Rebaja	AA+
15-marz-10	PVO	Moody's	Perspectiva	Estable	Cambio	Negativa
29-abri-10	PVO	S&P	Rating	AAA	Rebaja	AA+
29-abri-10	PVO	S&P	Perspectiva	Estable	Cambio	Negativa
7-oct-10	PVO	Fitch	Rating	AAA	Rebaja	AA+
17-dici-10	PVO	Moody's	Rating	Aaa	Rebaja	Aa1
4-agos-10	VAL	Fitch	Perspectiva	Estable	Cambio	Negativa
1-oct-10	VAL	Fitch	Rating	A+	Rebaja	A
19-novi-10	VAL	Moody's	Rating	Aa3	Rebaja	A1

presencia de algunas entidades muy vinculadas a la financiación del sector público en las propuestas de financiación.

Ante las dificultades manifiestas de los mercados de capitales para satisfacer las necesidades de los prestatarios, se han explorado otras vías y, probablemente, la alternativa más llamativa ha sido la emprendida por la Generalitat de

Catalunya y la Generalitat de Valencia en 2011 y el Govern de les Illes Balears en 2011, con sendas operaciones dirigidas a inversores minoristas. Aunque pueda parecer paradójico, en un contexto de recomposición del ahorro de las familias y de las empresas, ha sido posible captar volúmenes que han resultado inasumibles en los mercados mayoristas y especializados. Y ello a pesar de que se ha re-

RATING ACTUAL DEL CONJUNTO AUTONÓMICO

	Moody's	S&P	Fitch
Navarro, Gobierno		AA+	
País Vasco, Comunidad Autónoma del	Aa1	AA+	AA+
Madrid, Comunidad Autónoma de	Aa2	AA	AA
Castilla y León, Junta de	Aa2		
Extremadura, Junta de	Aa2		
Aragón, Comunidad Autónoma		AA	
Asturias, Principado de			AA
Cantabria, Comunidad Autónoma	WR		AA
Andalucía, Junta de	Aa2	AA-	AA-
Canarias, Comunidad Autónoma		AA-	AA-
Galicia, Comunidad Autónoma de		AA-	
Murcia, Comunidad Autónoma de	Aa3		AA-
Castilla-La Mancha, Junta de	A1		AA- *-
Valencia, Generalitat de	A1	A+	A
Baleares, Comunidad Autónoma de		A+	
Catalunya, Generalitat de	A2	A+	*- A

currido a todo tipo de instrumentos que han diversificado el abanico de posibilidades de acceso a los inversores institucionales, como los programas de Euronotas a Medio Plazo (MTN) o de Papel Comercial (ECP).

El recurso a esta nueva alternativa de endeudamiento enriquece la base inversora apelando al ahorrador minorista, hasta ahora poco habitual en la adquisición de deuda pública regional. No obstante, ha requerido compensar el coste que supone romper las barreras de entrada a un segmento en el que las propias entidades crediticias concentran buena parte de su estrategia de financiación.

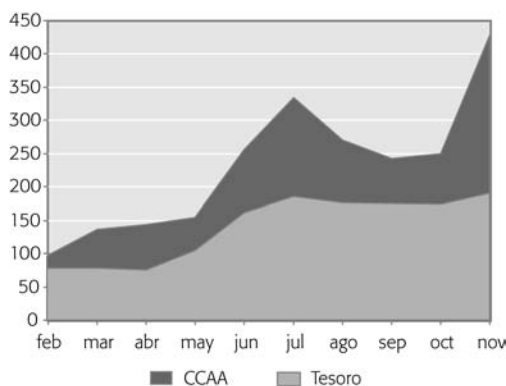
En concreto, las comisiones de colocación y aseguramiento que percibieron las entidades aseguradoras y colocadoras de las tres emisiones sumaron aproximadamente un 3 por 100 del nominal en el tramo asegurado. Como consecuencia de ello, el coste *all-in* de la financiación se situó muy por encima de los registrados en los mercados financieros de deuda autonómica y de las colocaciones privadas llevadas a cabo por los gobiernos regionales en el actual contexto de financiación.

Más allá de estas operaciones específicas y a pesar de todos los inconvenientes, los mercados proporcionaron cerca de 30.000 millones de euros en 2010 a los gobiernos regionales. Con un comportamiento mucho más contenido, la deuda de las corporaciones locales apenas ha crecido un 20 por 100 desde 2007. Aunque sólo representa un 6 por 100 de la deuda pública, el control normativo ha sido mucho más férreo y ha impedido, incluso, la capacidad de refinanciación de las amortizaciones (en 2011 todos los ayuntamientos con una deuda superior al 75 por 100 de sus ingresos corrientes no podrán endeudarse). La actividad financiera en el caso del sector local se ha limitado fundamentalmente a encaminar procesos de refinanciación de la cartera actual, basados en la inclusión de periodos de carencia en los dos próximos ejercicios con los que aliviar la carga financiera, sometiéndose a nuevas condiciones, posiblemente más gravosas que las formalizadas originariamente.

En el ejercicio en curso, los presupuestos públicos apuntan a otro período de fuertes necesidades de financiación sin que en el mercado haya señales de recuperar la fluidez de otros tiempos. 2011 representa un nuevo desafío y obliga a aumentar los esfuerzos de transparencia y versatilidad para que el conjunto de las administraciones españolas puedan cubrir con éxito el objetivo de 220.000 millones de deuda pública. De esta cifra, aunque algo menos de un 15 por 100 será autonómica (entre 27.000 y 30.000 millones de euros), los gobiernos regionales deberán mostrar una elevada flexibilidad en los proceso de formalización de endeudamiento para atender con celeri-

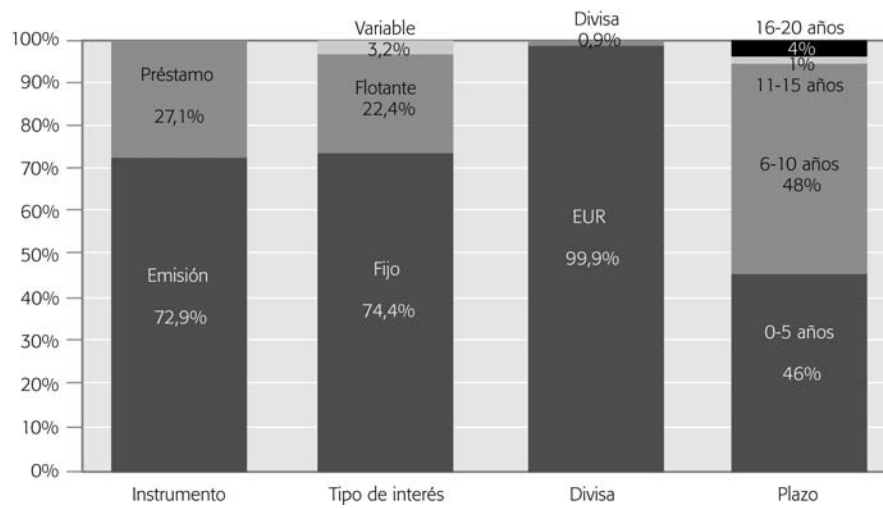
MEDIA MÓVIL DIFERENCIAL MEDIO PONDERADA SOBRE INTERBANCARIO DE EMISIONES AUTONÓMICAS

(En puntos básicos)



Fuente: Bloomberg y CAP.

CARACTERÍSTICAS DE LA DEUDA AUTONÓMICA FORMALIZADA EN 2010



dad aquellas oportunidades de financiación que pudieran surgir. No cabe duda que además, si se dispone de una amplia gama de instrumentos es más fácil dar respuesta a las posibles demandas de los inversores. Por último, y no

por ello menos relevante, deben potenciarse las vías de comunicación con objeto de proporcionar de forma continuada la información y el análisis que exige un mercado con elevada aversión al riesgo.