

El mercado de deuda pública de las comunidades autónomas

Johanna M. Prieto y César Cantalapiedra*

1. Actividad récord de financiación, a pesar de las dificultades

Si se puede extraer alguna lectura positiva de esta recesión es que ha puesto de manifiesto la inconsistencia de importantes desajustes en nuestra economía y en nuestro sector público, que habrá que corregir. Las necesidades de financiación del conjunto de la economía continúan siendo ingentes y los próximos años seguirán condicionados por el proceso de desapalancamiento, tanto de los agentes públicos como de los privados.

Y en este proceso, el papel de las administraciones públicas regionales ha adquirido un claro protagonismo, aunque quizá algo desproporcionado por el volumen que representa. Al cierre de 2011, la deuda de las comunidades autónomas (CC.AA.) alcanzó alrededor de un 13% del PIB, una cifra moderada respecto al total de la deuda pública (que ronda el 70%) y, desde luego, poco significativa frente al 400% que representa el saldo de la deuda generada en todos los sectores, incluido el financiero (300% si lo excluimos).

Pero, es evidente que esta situación ha transmitido una percepción de riesgo a los inversores, y a la sociedad, por los desequilibrios estructurales que se han larvado en el gasto público y la poca eficacia mostrada hasta ahora para reducir el déficit. Las consecuencias se han hecho notar con virulencia en los proveedores de la administra-

ción por el más que notable retraso en el cumplimiento de las obligaciones de pago y, en casos muy puntuales, también en un riesgo real de incumplimiento de la deuda financiera, que se ha debido atajar con medidas coordinadas desde el Estado central.

No cabe duda que los obstáculos no han sido sólo domésticos. La constatación con la crisis griega sobre la verosimilitud de un *default* en gobiernos europeos, calificados previamente como muy solventes, ha servido de detonante para se desplomaran al unísono las cotizaciones de la deuda pública en los países periféricos.

Todo ello ha derivado en un tensionamiento de las primas por riesgo hacia cotas que evidencian un fallo de mercado, porque no se corresponden con los fundamentos reales de las administraciones públicas, pero son la consecuencia de la huida de los inversores hacia activos refugio como el oro o la deuda emitida por los pocos gobiernos que quedan con la máxima calificación en Europa, como el alemán o el holandés.

En este contexto, la actividad de las agencias de *rating* se ha caracterizado por mantener una línea procíclica que ha rebajado los niveles de calificación crediticia del riesgo España hacia cotas medias de A, que para algunos gobiernos regionales ha supuesto incluso perder la consideración de riesgo de inversión.

Más allá de las opiniones que merezcan estas decisiones, lo cierto es que los desequilibrios que se han generado en esta recesión se han prolongado mucho más de lo esperado, sin que los gestores públicos hayan llevado a cabo medidas que contuvieran el crecimiento del gasto

* Responsable de asesoramiento financiero a administraciones públicas y Socio de AFI.

público, especialmente el de funcionamiento recurrente de la administración.

Como consecuencia de todo ello, las necesidades de financiación del conjunto de los gobiernos regionales se han disparado en un período además determinado por el calendario electoral y el comienzo de una nueva legislatura en los entes territoriales. El ruido generado en el relevo de algunos gobiernos autonómicos ha contribuido a erosionar la confianza de los inversores, más aún cuando en varios casos se han denunciado anomalías contables y desviaciones presupuestarias que han más que duplicado el objetivo del 1,3% fijado inicialmente para este año.

A pesar de todo ello, los gobiernos regionales se volvieron a financiar en 2011 por un volumen récord, alrededor de 28.000 millones de euros, para lo que tuvieron que recurrir a una amplia tipología de instrumentos de deuda pública y, en algunos casos, explorar nuevas alternativas de acceso a los inversores.

2. Veinte años de transformaciones

La política de endeudamiento de las comunidades autónomas ha seguido adecuándose a las condiciones de los mercados de capitales en un proceso que no ha dejado de mostrar importantes cambios que, en algunos momentos como el actual, tienen un componente estructural.

Cuando hace veinte años las comunidades autónomas históricas iniciaron su primera gran transformación, desintermediaron buena parte de la financiación que veían captando hasta entonces a través de operaciones de préstamos sindicados. Algunas CC.AA. como Andalucía, Cataluña o el País Vasco lideraron la salida a los mercados internacionales con emisiones de eurobonos calificadas por las agencias de *rating*. Gracias a ello, se pudo descongestionar el mercado doméstico, mucho más estrecho que en la actualidad y saturado por el fuerte recurso al endeudamiento de las administraciones públicas españolas, como consecuencia de la anterior gran crisis que padeció nuestra economía.

Desde aquel detonante, y en un contexto condicionado de forma muy favorable por las expectativas de convergencia de nuestra economía y los tipos de interés de la peseta, el acceso de los prestatarios públicos españoles se fue flexibilizando de forma que las regiones fueron recurriendo con cierta facilidad a la banca y los inversores internacionales para cubrir sus desfases presupuestarios.

La descentralización, cada vez mayor hacia las comunidades autónomas de mayores competencias, y la dotación de mayores recursos tributarios coincidieron con la puesta en marcha del euro, y la consolidación de un mercado financiero global en la Eurozona que atrajo a muchos inversores institucionales. Durante la primera década del euro, este entorno, estimulado por el empuje económico de nuestro país, resultó tan propicio para la financiación de la deuda pública, que la mayor parte de gobiernos pudieron obtener fondos a costes inferiores al EURIBOR y a tipos de interés muy próximos a los países de referencia de la Unión Monetaria Europea.

En todo ese período, la política financiera de las comunidades pudo capitalizar las calificaciones favorables de las agencias y ratios de endeudamiento que, salvo alguna excepción, subrayaban una buena solvencia. No olvidemos que, al inicio de la crisis, casi todas las regiones tenían una calificación de doble A y alguna de ellas llegó al triple A. Con una apelación conjunta al mercado, que rondaba los 5.000 millones de euros anuales, fueron mayoría las CC.AA. que hicieron presentaciones en las principales plazas financieras. No obstante, aunque algunas políticas de diversificación condujeron a que algunos gobiernos visitaran los mercados norteamericanos e incluso asiáticos, el grueso de las emisiones se concentró en Europa, con operaciones que, en algún caso, llegaron a alcanzar los 1.000 millones de euros.

Los acontecimientos han cambiado desde el estallido de la crisis económica y, sobre todo, desde que hace dos años se percibiera como inminente el riesgo de impago de Grecia y Portugal, y su contagio a otros países, entre ellos el nuestro. Las reformas emprendidas en este período y una política muy activa de comunicación en los mercados internacionales han permitido al Tesoro recuperar parte del crédito perdido con el cuestionamiento generalizado de los países mediterráneos, lo suficiente al menos como para ir cubriendo sus necesidades con cierta holgura de cantidades, aunque para ello se ha tenido que asumir una ampliación de las primas de riesgo.

Además, el Tesoro ha respaldado diferentes vehículos como el FROB o el FADE y ha facilitado su aval a numerosas entidades financieras, que veían amenazada su capacidad de financiación, introduciendo gran cantidad de papel en el mercado con mejores garantías que las administraciones territoriales.

En estas circunstancias, la financiación del déficit de las comunidades autónomas se ha complicado sobremedida. Al margen del Estado central y sus agencias, el resto de administraciones, sobre todo los gobiernos autonómicos han estado penalizadas por la pérdida de fidelidad de

muchos de los inversores que confiaron en la marca España, que pasaron a buscar mercados refugio en el centro y norte europeo.

Y todo ello ha derivado en una vuelta a los orígenes y al ámbito doméstico de un porcentaje mayoritario de la financiación, precisamente cuando el margen de manobra de la banca española para absorber la salida de los no residentes era menor. Los efectos se han venido poniendo de manifiesto durante estos tres últimos años con un deterioro progresivo de las condiciones de financiación, tanto en términos de coste como en el plazo que han debido asumir los prestatarios.

La demanda de papel que ha llegado desde el exterior ha sido muy fragmentada y ha debido adecuarse a las características de las colocaciones privadas, con volúmenes más restringidos, entre los 20 y 50 millones de euros, y plazos muy definidos por los inversores. Han sido decenas las operaciones materializadas de este tipo, hasta totalizar aproximadamente los 4.000 millones, pero esta cifra apenas alcanzó para cubrir una quinta parte de las necesidades del último año.

El resto, mayoritariamente se ha satisfecho en el mercado nacional. Y como las entidades españolas no han podido asumir en sus balances semejante volumen de deuda, hemos asistido a un segundo fenómeno de desintermediación hacia otro tipo de inversores: las familias españolas.

Fue Cataluña, presionada por unas necesidades que rondaban los 10.000 millones de euros en 2010, la primera comunidad que focalizó en el ahorro doméstico su objetivo de colocación a través de un sindicato liderado por La Caixa. Aunque los resultados fueron cuestionados por algunos analistas, ante los elevados costes que implicaba para el emisor el pago de comisiones de colocación muy elevadas en proporción al interés que pagaban los títulos, se abrió un mercado que en el último año ha canalizado más de 10.000 millones de euros. Han sido media docena las regiones que han explorado las posibilidades de esta alternativa: Andalucía, Valencia, Murcia, Baleares y Cataluña, entre ellas, pero también se ha distribuido papel a través de la red minorista de los gobiernos de Galicia, Castilla y León, Madrid y Canarias¹. Aunque las operaciones de estas últimas se habían diseñado y tenían una estructura de costes dirigida a mercados mayoristas, la entidad tomadora de los títulos optó por sacar de sus balances estas emisiones titulizando

la operación en bonos con nominales y cupones atractivos para los pequeños inversores. Hay que tener en cuenta que las rentabilidades de estos bonos minoristas comenzaron en la franja del 4% para elevarse hasta el 5% (un año) y 5,5% (dos años) en las operaciones más recientes, por lo que es evidente el componente diferencial frente al Tesoro o frente a los productos de pasivo de la banca tradicional, con quién ha tenido que competir para captar ahorro de las familias.

Entre ambas alternativas se ha cubierto aproximadamente la mitad de la financiación objetivo que tenían planificada los gobiernos regionales durante el pasado ejercicio. En algunos momentos puntuales, durante el segundo trimestre, varias comunidades autónomas pudieron aprovechar ventanas de mercado que permitieron lanzar algunas colocaciones de deuda pública (1.200 millones totalizaron tres operaciones de Valencia, Cataluña y Andalucía) y fundamentalmente, préstamos. En el caso de los préstamos, sólo una decena superaron volúmenes de 100 millones de euros, para sumar alrededor de 2.200 millones de euros.

El resto tuvo que cubrirse con numerosas operaciones crediticias de tamaño reducido, lo que ha obligado a las tesorías y direcciones de política financiera de las comunidades autónomas a mantenerse permanentemente activas, a la espera de posibles oportunidades que pudieran surgir entre las muchas semanas en las que la inexistencia del mercado era evidente.

Aun así y en contraste con ejercicios no muy lejanos, para llegar a los casi treinta mil millones de euros que estimamos que creció el endeudamiento, ha sido inevitable recurrir a instrumentos como las pólizas de corto plazo para financiar el déficit. En algunos casos la falta de autorización para emitir deuda del Consejo de Ministros a un par de CC.AA., al estar pendientes de aprobación de un Plan Económico Financiero de reequilibrio, y en otros casos, la insuficiencia del mercado, propiciaron un mayor consumo de las líneas disponibles cuando son mecanismos concebidos para cubrir desfases de tesorería.

En esta breve retrospectiva, son más que notorias las transformaciones que ha ido mostrando la deuda autonómica en España para poder adecuarse a las circunstancias del mercado. Y desde luego, está pendiente de cambios aún más significativos si se quiere generar la confianza suficiente para refinanciar un segmento que este año podría alcanzar 150.000 millones de euros de saldo vivo. En el siguiente apartado pasamos a explicar de una forma más detallada las tendencias que se observan en este mercado.

¹ En el caso de Canarias, es habitual que recurra a emitir deuda apta para materializar las dotaciones con cargo a la Reserva de Inversiones de Canarias (RIC), que se dirige a empresas e inversores en condiciones financiero-fiscales muy atractivas.

Tabla 1

EMISIONES AUTONÓMICAS DE MAYOR VOLUMEN EN 2011

(En millones de €)

FECHA EMISIÓN	EMISIÓN	VOLUMEN ADJUDICADO	MODALIDAD DE EMISIÓN	DIVISA	CUPÓN	TIPO CUPÓN	PLAZO	VENCIMIENTO	ENTIDAD
21-Nov-11	CAT	2.639,5	Emisión pública	EUR	4,750%	Fijo	1	21-Nov-12	Sindicado
2-May-11	CAT	2.233,8	Emisión pública	EUR	4,250%	Fijo	1	2-May-12	Sindicada
21-Nov-11	CAT	1.581,5	Emisión pública	EUR	5,250%	Fijo	2	21-Nov-13	Sindicado
27-Abr-11	CAT	960,0	Emisión pública	EUR	4,750%	Fijo	2	27-Abr-13	Sindicada
22-Dic-11	VAL	895,1	Emisión pública	EUR	5,000%	Fijo	1	21-Dic-12	Sindicado
22-Dic-11	VAL	162,9	Emisión pública	EUR	5,500%	Fijo	2	20-Dic-13	Sindicado
5-Oct-11	AND	600,0	Emisión pública	EUR	4,250%	Fijo	1	5-Oct-12	Sindicado
13-May-11	AND	500,0	Colocación Pública	EUR	5,374%	Fijo	2	13-May-13	Barclays, BBVA, Credit Agricole, Deutsche, Natixis
27-May-11	VAL	472,7	Emisión pública	EUR	4,250%	Fijo	1	27-May-12	Sindicada
21-Jun-11	MAD	440,0	Colocación privada	EUR	6,213%	Fijo	5	21-Jun-16	Bankia, La Caixa
30-Mar-11	CAT	400,0	Colocación privada	EUR	E3M + 4,50%	Flotante	4	30-Mar-15	Santander
4-Abr-11	CAT	400,0	Colocación Pública	EUR	5,375%	Fijo	2	4-Abr-13	AC, Deutsche, La Caixa, LWWB, Natixis
26-Abr-11	VAL	400,0	Colocación Pública	EUR	5,500%	Fijo	2	26-Abr-13	Barclays, BBVA, Caja Madrid, Deutsche, La Caixa
14-Feb-11	BAL	300,0	Emisión pública	EUR	4,763%	Fijo	1	15-Feb-12	Sindicada
29-Jun-11	MAD	300,0	Colocación privada	EUR	E3M + 3,50%	Variable	4	29-Jun-15	Santander
27-May-11	VAL	250,0	Emisión pública	EUR	4,75%	Fijo	2	27-May-13	Sindicada
14-Feb-11	CLM	201,9	Colocación privada	EUR	-	CC	1	13-Feb-12	BBVA
20-Jul-11	VAL	200,0	Pagarés	EUR	4,750%	Fijo	0	20-Oct-11	CAM
22-Jul-11	VAL	200,0	Colocación privada	EUR	7,88%	Fijo	5	22-Jul-16	Bankia
18-Oct-11	VAL	200,0	Pagarés	EUR	4,750%	Fijo	0	18-Ene-12	CAM
10-Nov-11	CAN	200,0	Emisión pública	EUR	2,000%	Fijo	5,0	10-Nov-16	Sindicado
3-Oct-11	MAD	180,0	Colocación privada	EUR	4,500%	Fijo	1	4-Oct-12	BBVA
14-Feb-11	CLM	175,0	Colocación privada	EUR	-	CC	1	13-Feb-12	BBVA
28-Jun-11	GAL	150,0	Colocación privada	EUR	E3M + 3,50%	Fijo	4	29-Jun-15	Santander
15-Sep-11	AND	150,0	Retap	EUR	5,375%	Fijo	2	13-May-13	Nomura
20-May-11	MUR	150,0	Colocación privada	EUR	-	CC	1	18-May-12	BBVA
21-Dic-11	MUR	149,9	Emisión pública	EUR	4,750%	Fijo	1	21-Dic-12	Sindicado

Fuente: Reuters, Bloomberg y elaboración propia

3. Características de la financiación de los gobiernos regionales en 2011

Como ya se ha mencionado, a pesar de todos los inconvenientes, la actividad del mercado primario, desarrollada de forma discontinua en 2011, no sólo ha permitido formalizar unas necesidades brutas de financiación sin precedentes, sino que además ha supuesto nuevos hitos para algunos prestatarios autonómicos: el acceso al mercado primario de capitales a través de la emisión de valores por parte de algunas comunidades más pequeñas, la proliferación de reaperturas y el recurso a colocaciones privadas y con ello, la emisión de

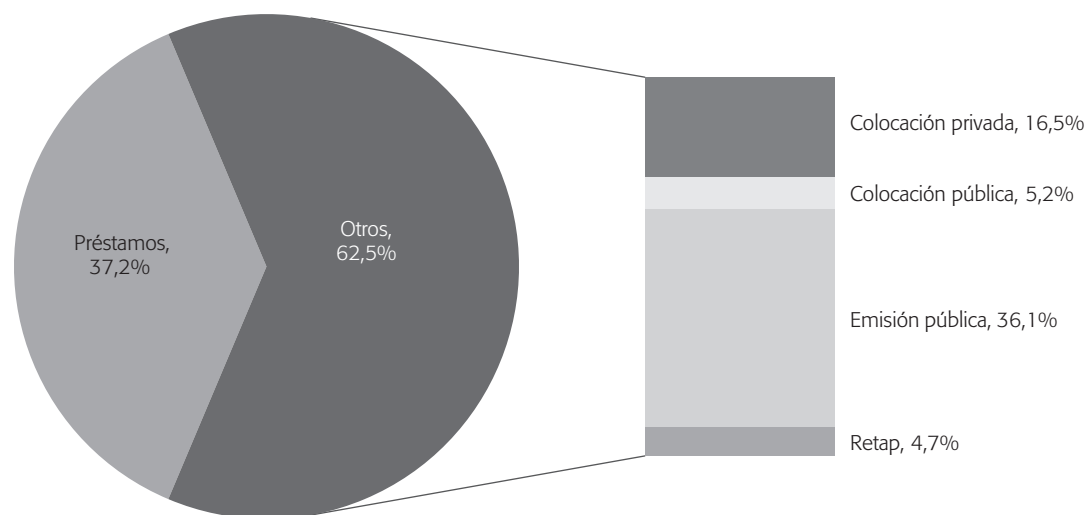
deuda estructurada e indexada a variables económico-financieras.

Junto a estas novedades, otros aspectos han caracterizado el proceso de financiación de 2011 en los que destacamos: i) el incremento de la presencia del mercado minorista a través de emisiones públicas, ii) la atomización del endeudamiento, iii) la formalización de operaciones con coberturas asociadas, y iv) la reducción del plazo medio de financiación.

A lo largo del ejercicio 2011, las emisiones destinadas a inversores minoristas posibilitaron la cobertura de las necesidades de financiación por un importe superior a los 10.000 millones de euros a un plazo máximo de

Gráfico 1

INSTRUMENTOS FORMALIZADOS POR LAS CC.AA. EN 2011



Fuente: AFI

dos años, mientras las colocaciones públicas (instrumento principal de financiación en escenarios previos a las crisis) escasamente superaron los 1.000 millones de euros. Las reapertura de emisiones en circulación (*retap*) se convirtieron, *junto con las colocaciones privadas*, en los instrumentos principales en lo que respecta al número de operaciones.

En lo que respecta al plazo medio de la financiación formalizada, se constata la fuerte reducción de la vida media de las operaciones realizadas, por debajo de los cuatro años respecto a los siete años anteriores, sesgada principalmente por el peso de las colocaciones minoristas a un plazo máximo de dos años.

El contexto adverso en los mercados financieros y las restricciones para apelar a la deuda supusieron que, al cierre del tercer trimestre de 2011, el volumen de financiación crediticia a corto plazo de las comunidades ascendiera a más del doble del alcanzado al cierre de 2010. Si bien no se conocen actualmente datos a diciembre de 2011, la menor actividad observada en el mercado de la deuda autonómica, en los últimos meses del pasado ejercicio, lleva a deducir que no se produjo un ajuste a la baja relevante en el nivel de deuda a corto plazo. En este sentido, aunque en el último trimestre se recibieron nuevas autorizaciones por un importe relevante del Ministerio -más de 8.000 millones de euros-, y se observó una ligera reapertura del mercado de financiación -más de 9.000

Tabla 2

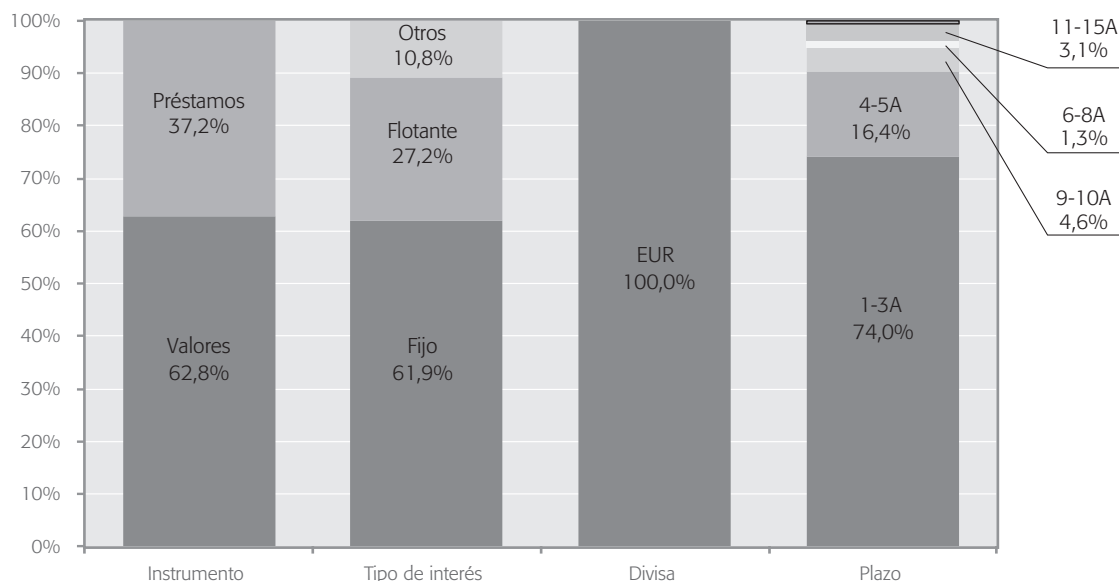
DISTRIBUCIÓN SEGÚN PLAZO DEL ENDEUDAMIENTO AUTONÓMICO (MILLONES DE EUROS)

Fecha	TOTAL	C/P	L/P
Dic-10	118.205	8.375	109.830
Sep-11	135.151	17.163	117.988
Endeudamiento neto 2011	16.946	8.788	8.158

Fuente: BdE

Gráfico 2

CARACTERÍSTICAS DEL ENDEUDAMIENTO AUTONÓMICO FORMALIZADO EN 2011



Fuente: AFI

millones de euros formalizados-, mucha deuda autorizada previamente no pudo materializarse, por lo que hay que deducir que los niveles de deuda autonómica a corto plazo se mantuvieron en máximos.

Siendo conscientes del elevado volumen de necesidades pendientes de formalizar en el año (el equivalente a una cuarta parte del *saldo vivo*), la gran mayoría de las comunidades definieron su estrategia de financiación tratando de potenciar los canales de comunicación e interlocución con el mercado. No obstante, aunque han sido varias las regiones que han acompañado su política de financiación con la elaboración de informes y boletines específicos para inversores, convocatorias abiertas de solicitud de financiación o comunicación de necesidades, se hace necesaria una mayor recurrencia en las comparecencias sobre la ejecución presupuestaria o cualquier otra actuación que permita recuperar el atractivo frente a inversores que habían deshecho posiciones en deuda autonómica (entidades no residentes, fondos institucionales europeos, etc.).

En lo que respecta al coste de financiación, la política de *pricing* coincide con la ya iniciada en 2010. Si bien hasta el estallido de esta última crisis, la diferenciación en precio era poco significativa, en estos últimos ejercicios los inversores han establecido una mayor discriminación

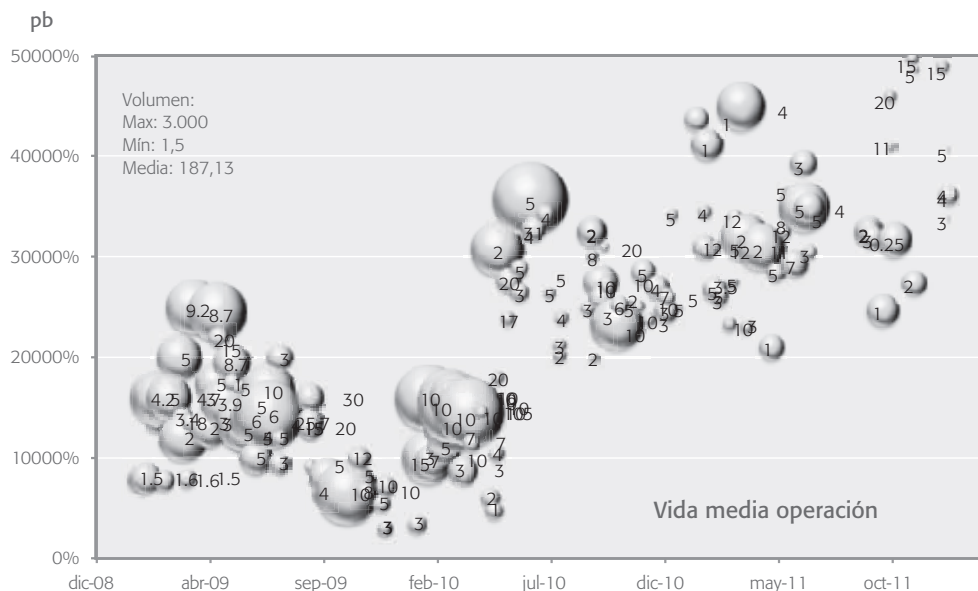
en función, no sólo de sus niveles de *rating*, sino fundamentalmente del grado de ejecución y compromiso con los objetivos presupuestarios definidos, volumen de endeudamiento, capacidad de acceso y experiencia en los mercados, liquidez de su referencias, etcétera.

Así, tomando como base la rentabilidad del Tesoro español, los inversores están aplicando una prima inicial común por riesgo subsoberano, que se incrementa en función de la situación específica de la comunidad. Podemos diferenciar tres grupos, con niveles comunes o similares de financiación. Un primer grupo, lo conforman aquellas CC.AA. con un nivel de *rating* superior al Tesoro, debido esencialmente a una relativa autonomía fiscal, sostenibles niveles de endeudamiento y con un grado de compromiso y ejecución presupuestaria adecuado, para las que se le aplica un diferencial entre 100-120 puntos básicos (pb) sobre el Tesoro.

Un segundo grupo es el compuesto por aquellas CC.AA. cuyo riesgo crediticio orbita y está más ligado al del Estado, ante la elevada vinculación económica, fiscal y financiera que mantienen con el mismo. Con un *rating* igual o un escalón inferior al del Tesoro, registran niveles de endeudamiento bruto o sobre PIB en torno a la media, y un grado de compromiso y ejecución presupuestario sin elevadas desviaciones. El diferencial de financiación se si-

Gráfico 3

COSTE DE FINANCIACIÓN VALORES AUTONÓMICOS 2011 (DIFERENCIAL EN P.B. SOBRE IRS)



Fuente: AFI

Tabla 3

RATING CC.AA. (FEBRERO 2011)

	Fitch-IBCA		S&P		Moody's	
España	A	Negative	A	Negative	A3	Negative
Andalucía	A	Negative	A*-		A3*-	
Aragón			A*-			
Asturias	A	Negative				
Baleares			A*-			
Canarias	A	Negative	A*-			
Cantabria	A	Negative			WR	
Castilla-La Mancha	BBB+*-				Ba2*-	
Castilla y León					A3	Negative
Catalunya	A*-		A*-		Baa3*-	
Extremadura					A3*-	
Galicia			A*-		A3	Negative
Madrid	A	Negative	A*-		A3	Negative
Murcia	A*-				Baa2*-	
Navarra			AA-	Negative		
País Vasco	AA	Negative	AA-	Negative	A2	Negative
Valencia			BB*-		Ba3*-	
Barcelona	A	Negative	A	Negative	WR	
Madrid	A	Negative	A	Negative		
Pamplona	A	Negative				
San Sebastián	A	Negative				
Álava	AA	Negative				
Barcelona			A	Negative		
Guipúzcoa	AA	Negative			A2	Negative
Vizcaya	AA	Negative	AA-	Negative	A2	Negative

Fuente: Reuters, Bloomberg y elaboración propia

túa desde 180 pb para aquellas comunidades con mejor valoración y con presencia regular en el mercado, hasta 220 pb en el caso de autonomías con menor presencia y escasos instrumentos alternativos de financiación.

Por último, el tercer grupo lo configuran aquellas CC.AA. con un menor nivel de *rating*, elevados niveles de deuda, especialmente en términos de PIB, con deterioradas posiciones fiscales manifiestamente alejadas del nivel objetivo, para las que el diferencial se podría estimar en niveles de unos 250 pb sobre el Tesoro.

4. Ante un nuevo marco de estabilidad presupuestaria

El acusado deterioro de las finanzas públicas, alimentado por la desaceleración económica global y la desviación respecto al objetivo establecido en el programa de estabilidad, obligó al Gobierno a desarrollar una serie de iniciativas, anticipándose incluso al resto de países de la Unión Europea, para impulsar la consolidación fiscal y las reformas estructurales.

Después de varios paquetes de medidas de ahorro de gastos y algunas subidas de impuestos, el recrudecimiento de las presiones sobre nuestra deuda pública y las amenazas reales de una pérdida de apoyo en las instituciones europeas fueron determinantes para que en septiembre del pasado año los dos principales partidos políticos acordaran reformar el artículo 135 de la Constitución Española. Se introdujo al máximo nivel normativo una regla que, salvo circunstancias excepcionales, eliminaba la posibilidad de registrar déficit público con carácter estructural y limitaba el volumen de deuda pública, dando prioridad presupuestaria absoluta al servicio de la deuda. Aunque la concreción en cifras de estos límites y de los procedimientos se dejaron para la futura Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, actualmente en fase de anteproyecto, esta medida fue un requisito incondicional para que el Banco Central Europea tomase un posicionamiento mucho más definido en la adquisición de bonos españoles y, posteriormente, facilitara vías de liquidez a las entidades financieras potencialmente tomadoras de deuda pública.

En esencia, la Ley establece un déficit estructural nulo para todas las AA.PP., pudiendo incurrir no obstante en déficit cíclicos durante etapas económicas contractivas y excepcionales. Asimismo, se establece un límite al crecimiento del gasto ("techo de gasto") para todas las administraciones, se refuerzan los mecanismos preventivos

y sancionadores, similares a los aplicados en la UE, y se define un periodo transitorio hasta 2020, entre otros contenidos esenciales de dicha Ley.

Hasta alcanzar 2020, el Gobierno de España ha adquirido el compromiso con Bruselas y sus socios europeos de llevar a cabo los ajustes que permitan: i) alcanzar en 2013 un déficit para el conjunto de las administraciones públicas del 3,0% del PIB, lo que implica absorber en cinco años (2009-2013) 80.000 millones de desequilibrio entre ingresos y gastos a nivel estatal, autonómico y local, y ii) iniciar un proceso de reducción de deuda pública, hasta situarse por debajo del 60% del PIB, lo que implica un reparto del umbral de deuda entre las distintas administraciones, limitándose en el caso de las CC.AA. al 10% del PIB.

La heterogeneidad en el nivel de endeudamiento autonómico implica que este proceso de convergencia suponga esfuerzos de distinta intensidad para cada comunidad atendiendo a su ratio actual de deuda sobre PIB. A priori, sin embargo, no parece que el estableci-

Tabla 4

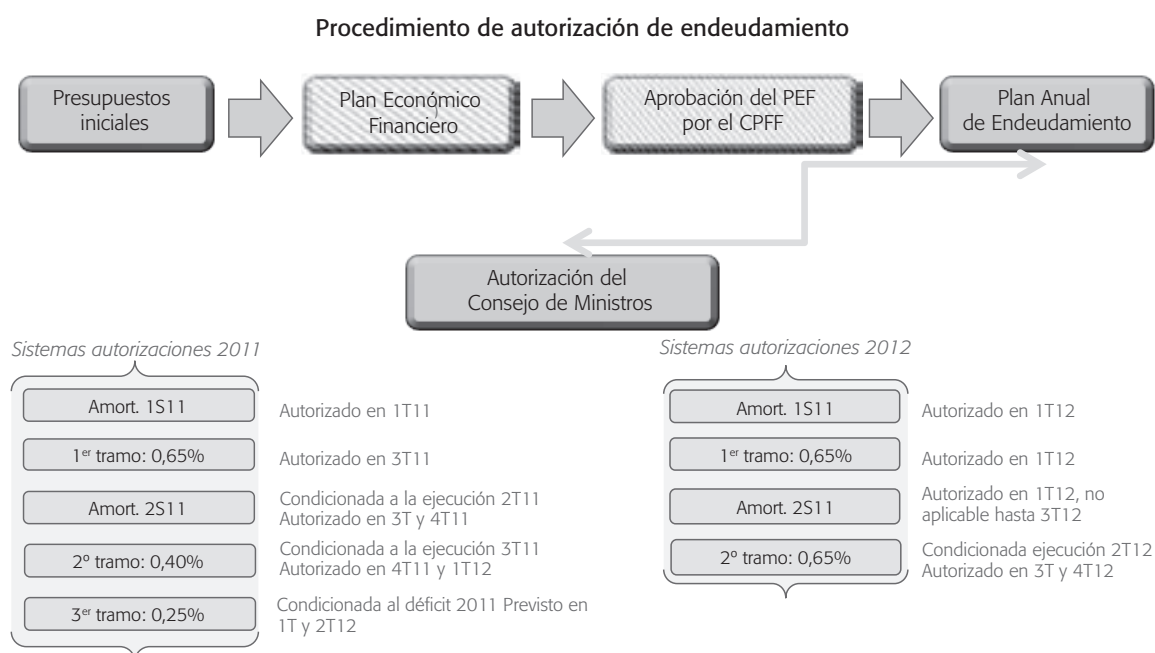
RATIO DE DEUDA/PIB ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (SEPTIEMBRE 2011)

	Saldo vivo	Deuda s/PIB
ANDALUCÍA	13.738	9,5
ARAGÓN	3.388	10,3
ASTURIAS	2.042	8,8
BALEARES	4.501	16,8
CANARIAS	3.419	8,2
CANTABRIA	1.329	9,7
CASTILLA LA MANCHA	6.612	18,3
CASTILLA Y LEÓN	5.090	8,8
CATALUÑA	39.268	19,7
EXTREMADURA	2.011	11
GALICIA	6.971	12,4
LA RIOJA	933	11,8
MADRID	15.191	7,9
MURCIA	2.759	10
NAVARRA	2.075	11,1
PAÍS VASCO	5.355	7,9
VALENCIA	20.469	19,9
TOTAL CCAA	135.151	12,6
TOTAL CCLL	36.701	3,4
Admin. Central	534.488	50,0
TOTAL AAPP	706.340	66,0

Fuente: BdE

Gráfico 4

PROCEDIMIENTO AUTORIZACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO AUTONÓMICO (2011-2012)



Fuente: AFI

miento de límites tan desiguales entre el Estado central y las demás administraciones sea razonable con un reparto competencial que deja en las entidades territoriales –incluyendo corporaciones locales–, el doble de gasto que en el Estado, siendo además responsables de las políticas con menos flexibilidad a la baja y de carácter más asistencial. De hecho, las comunidades autónomas podrían verse obligadas a reducir cerca de diez puntos de deuda sobre PIB desde los niveles máximos que se puedan alcanzar en esta recesión, meta que a todas luces parece mucho más difícil de alcanzar que en el Estado, sin erosionar los servicios públicos fundamentales que gestionan.

De manera adicional a las actuaciones legislativas llevadas a cabo por el Gobierno central, se han establecido nuevos procedimientos para dinamizar la actividad financiera del conjunto autonómico y así facilitar el seguimiento y control del déficit y límites al endeudamiento. En este sentido, el Consejo de Política Fiscal y Financiera determinó los criterios a partir de los cuales tramitarán las autorizaciones en materia de endeudamiento compatible con los objetivos de estabilidad aprobados. La principal diferencia parte de la aprobación de las autorizaciones co-

respondientes a los vencimientos del total del ejercicio de una sola vez, en lugar de, como en 2011, en dos tramos según los semestres. No obstante, esta autorización, o más bien su aplicabilidad, estará condicionada al devenir de los vencimientos, pudiendo endeudarse hasta junio de 2012 únicamente por el volumen de compromisos programados hasta esa fecha.

En el mismo sentido, las autorizaciones correspondientes a la financiación del déficit del ejercicio deja de dividirse en tres tramos –se elimina el tercero que se concedía el año natural siguiente al ejercicio al que correspondía– para concentrarse en dos. Lógicamente, las autorizaciones se condicionan a la aprobación de medidas y planes de ajuste y al grado del cumplimiento de los mismos. Sin menoscabo del seguimiento que lleve a cabo el Ministerio de los planes autonómicos, la simplificación del proceso administrativo de autorizaciones debería ser favorable para que los gobiernos regionales tuvieran menos restricciones para aprovechar posibles oportunidades del mercado y poder acompañar la financiación del déficit con la ejecución del presupuesto, sin generar problemas de tesorería adicionales.

Aunque todas estas medidas han podido ser suficientes, hasta ahora, para despejar las dudas sobre el compromiso de las administraciones públicas españolas, el nivel de endeudamiento y la proximidad de vencimientos significativos de alguna de ellas, ha focalizado en la esfera autonómica la crisis de confianza de los inversores. De hecho, han sido dos las ocasiones en las que el Gobierno central ha debido mediar para facilitar el acceso de la Comunidad Valenciana a la financiación necesaria para hacer frente a las amortizaciones de deuda. Si bien se han buscado los mecanismos disponibles sin tener que llegar a avalar a un Gobierno regional, la situación demandaba la búsqueda de soluciones que alejaran los fantasmas de un impago. Y en este sentido, hay que interpretar las medidas desarrolladas, con objeto de asistir al conjunto autonómico mediante una línea ICO dotada con un volumen inicial de 10.000 millones de euros, ampliable a 15.000 millones. A la espera de más detalles, este instrumento trata de responder a las restricciones de liquidez que puedan sufrir algunas de las administraciones autonómicas, y su concesión está condicionada a la garantía del cumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria, así como a la adopción de medidas de ajuste extraordinario. Su incumplimiento, además, puede implicar sanciones y los fondos están garantizados por los recursos del sistema de financiación autonómico.

Dividida en dos tramos, a once meses para financiar endeudamiento de proveedores y un máximo de tres años para refinanciar vencimientos a atender antes del 30 de junio de 2012, el coste de la línea del ICO se situará en torno a la rentabilidad de referencia del Tesoro + 235 - 285 pb, en función del tramo. Aunque el coste de financiación pueda resultar elevado frente a otras alternativas de mercado disponibles para la mayor parte de CC.AA., estas medidas otorgan tiempo para reordenar el presupuesto a las regiones con mayores dificultades para atender el servicio de la deuda y los compromisos con los proveedores y, lo que es más relevante, alejan el riesgo de un impago.

5. Algunas ideas para el futuro

Veinte años después de que comenzará a desarrollarse el segmento de bonos regionales, la dimensión que ha adquirido en nuestro país invita a una reflexión estratégica en la que se ven obligados a participar tanto los prestatarios y financiadores, como los reguladores y responsables de dar consistencia institucional a un mercado que canaliza el equivalente a un 15% del PIB. Y si damos por válido el programa de convergencia español, incluso podría alcanzar un 20% antes de la vuelta a la senda de equilibrio presupuestario.

Para entonces, si asumiéramos una vida media de cinco años, anualmente habría que refinanciar alrededor de 40.000 millones de euros y cada punto porcentual de coste adicional sobre el Tesoro implicaría 400 millones de gastos financieros adicionales a costear por el ciudadano. Si hoy este coste, en promedio, representa casi dos puntos porcentuales, es evidente que minimizar este impacto debería ser una prioridad.

Nuestro modelo de Estado hace descansar un 35% del peso de las políticas públicas y sobre todo las más asistenciales, como sanidad, educación y servicios sociales, en los gobiernos regionales, y no cabe duda que desde que estas competencias están trasferidas, la mejora en la gestión de los servicios públicos y en la provisión de infraestructuras ha sido notable. Sin embargo, la planificación presupuestaria y contable de estas políticas ha dejado mucho que desear, tanto que hay quiénes se cuestionan la validez del propio modelo.

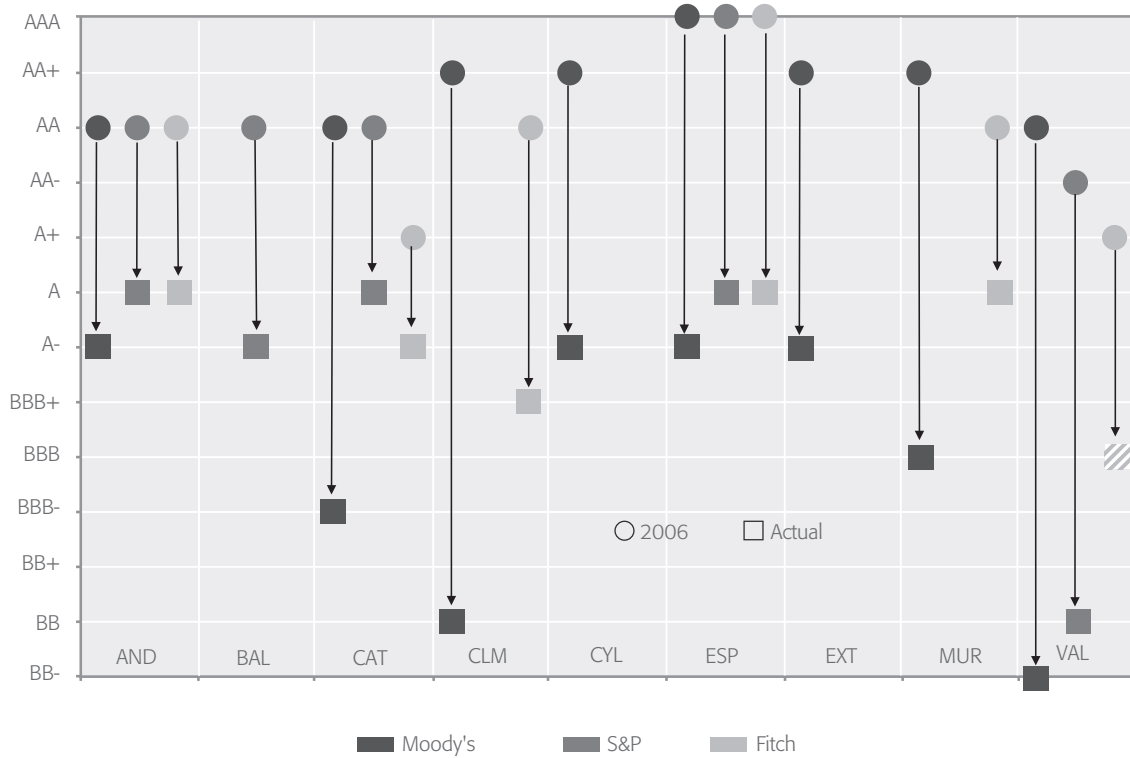
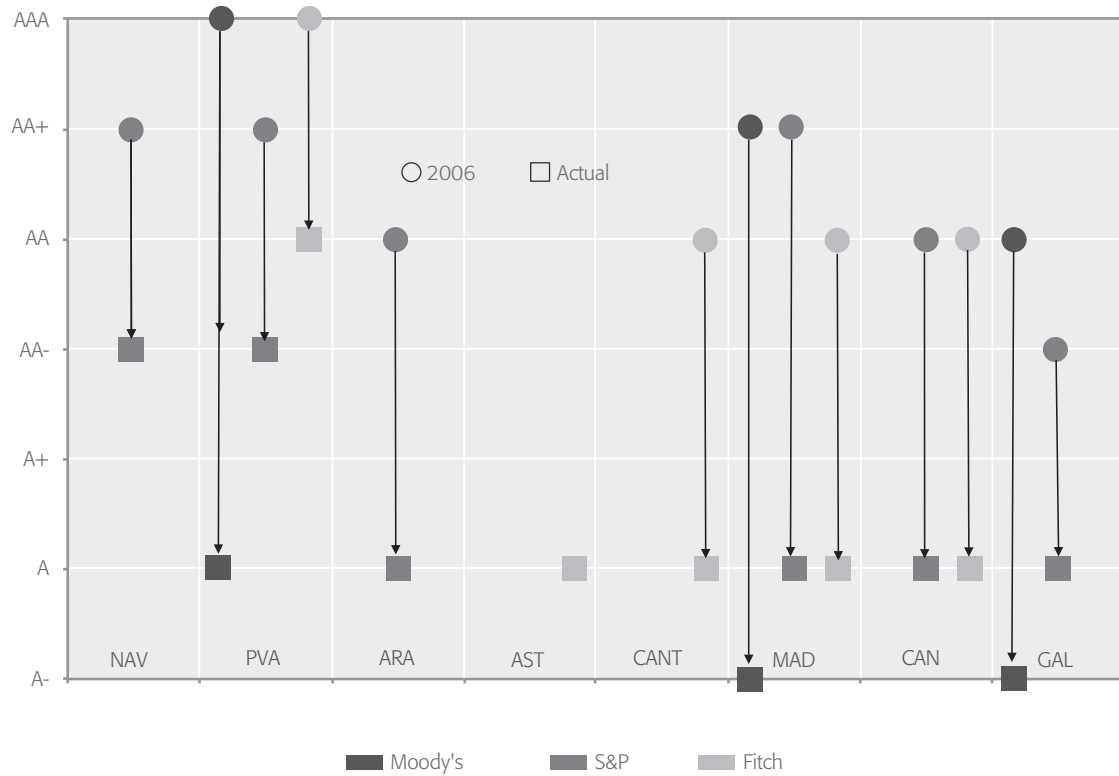
Con las reformas que se están introduciendo en nuestro marco normativo se transmite un mensaje de mayor compromiso con la estabilidad a medio y largo plazo de los presupuestos públicos, y se incorporan mecanismos que propicien una racionalización del gasto y del sector público empresarial dependiente de las administraciones.

Pero al mismo tiempo, las CC.AA. deberán dotarse de los procedimientos e instrumentos necesarios para que puedan refinanciar los vencimientos y cubrir el *gap* que en circunstancias excepcionales –y una recesión lo es– se generan entre ingresos y gastos. Aunque nuestro país es uno de los más descentralizados, sin embargo es también de los de más corta experiencia en este proceso, por lo que lo razonable es analizar otras referencias, más aún si se detectan disfunciones del sistema que sólo conducen a la precariedad.

Existen mercados ya muy consolidados de bonos regionales y locales en Alemania, Estados Unidos o Italia, por poner algunos ejemplos, y fórmulas más eficientes de financiación de los entes territoriales, como la implantada en algunos países escandinavos.

La posibilidad de un aval explícito del Gobierno central, como se demanda por parte de algunos sectores y gobiernos, podría ser la alternativa más eficiente desde el punto de vista financiero, pero supone una anomalía para la autonomía financiera de las CC.AA. y, desde luego, para el espíritu de nuestra Ley de estabilidad presupuestaria. De hecho, la reforma que se está diseñando de Ley Orgánica hace descansar sobre el principio de responsa-

Gráfico 5

EVOLUCIÓN *RATING* AUTONÓMICOS

bilidad² de las diferentes administraciones, uno de los pilares –como ya era así en su anterior versión– de la estabilidad presupuestaria a la que se hace mención en la Constitución.

Por lo tanto, deberían explorarse otras alternativas que facilitaran una mayor operatividad y llegada a los inversores para no hacer recaer sobre los contribuyentes las consecuencias de una fragmentación del mercado tan acusada. No hay que olvidar que en 2012 habrá que captar una cifra aproximada de 35 mil millones para financiar las amortizaciones y los déficit pendientes del ejercicio anterior y del año en curso. Sobre el conjunto no es una cifra representativa si se tiene en cuenta que el Tesoro tiene previsto emitir hasta 190.000 millones de euros de deuda, pero el esfuerzo de hacerlo entre 17 gobiernos regionales supone una dispersión de recursos y de políticas de comunicación que impide alcanzar las economías de escala necesarias para salir a los mercados internacionales cuando las condiciones no son propicias.

En nuestra opinión, solventar esta situación no es sólo responsabilidad de las CC.AA., que aun así deberían ser capaces de lanzar emisiones más líquidas compartiendo garantías, acordando calendario y abriendo canales de comunicación más fluidos con el mercado. Y, desde luego, llevar a cabo las medidas oportunas de control del déficit en el largo plazo para que nadie deba cuestionarse ni la sostenibilidad ni la credibilidad de las cuentas públicas.

En paralelo, sin necesidad de llegar a la concesión de avales, algunas actuaciones del Gobierno central podrían significar un importante respaldo para la deuda autonómica. No cabe duda que la proactividad del Tesoro y de los ministerios de Economía y Hacienda en las presentaciones ante inversores ha sido muy favorable para convencer de la eficacia de las reformas estructurales, pero se ha

echado en falta una actuación conjunta y más coordinada con los gobiernos regionales. El grado de desconocimiento en el exterior, e incluso en nuestro país, del modelo de financiación y el esquema de reparto de los recursos entre las administraciones, es un obstáculo para poder acceder a los mercados en condiciones más favorables también para el propio Tesoro, que no es ajeno a los vasos comunicantes en la percepción de riesgo que transmiten algunos gobiernos locales o regionales.

Uno de los errores que se han podido cometer hasta ahora es presumir que imponiendo cada vez más restricciones y requerimientos administrativos al endeudamiento a las administraciones tuteladas por el Ministerio de Hacienda, éstas se verían obligadas a racionalizar sus presupuestos asumiendo como única palanca el control de la deuda financiera. Aunque las reformas emprendidas van en la dirección de clarificar aún más su capacidad para intervenir en situaciones de graves desequilibrios como las actuales, nuestro marco legislativo ya permitía un mayor margen de maniobra al Estado central que el que políticamente se decidió asumir.

Como resultado de esta estrategia, se ha ido acumulando una cifra inquietante entre déficit no financiado y deuda comercial –más de 50.000 millones entre ayuntamientos y comunidades autónomas– que urge planificar con medidas realistas en tipo y plazo. No sólo por el efecto alarmante sobre la posición financiera de los proveedores y sus consecuencias sobre el empleo y la inversión, sino también por el inquietante riesgo en la pérdida de calidad de los servicios que presta el sector público a los ciudadanos.

Hasta ahora nuestro modelo de Estado ha dado muestras de eficacia y permite que el nivel de prestación de los servicios públicos ofrezca estándares elevados, más aún si incorporamos en el análisis los ingresos por habitante que es capaz de recaudar en comparación con otros países de nuestro entorno. Pero si no se quieren dar argumentos a los detractores, bien sea desde los ámbitos de opinión más centralistas o bien desde los más nacionalistas, habrá que corregir las disfunciones que se detectan y no cabe duda que una de ellas es propiciar con planteamientos más pragmáticos que hasta ahora la capacidad de financiación de las CC.AA. para hacer frente a las amortizaciones de la deuda y a cualquier otra obligación que se contraiga en el presupuesto.

² El principio de responsabilidad se recoge en el artículo 8 del anteproyecto de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. En su párrafo segundo se menciona expresamente “la administración central no asumirá y responderá de los compromisos de las comunidades autónomas, de las corporaciones locales y de los entes vinculados o dependientes de aquellas, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.

Las comunidades autónomas no asumirán ni responderán de los compromisos de las corporaciones locales ni de los entes vinculados o dependientes de éstas, sin perjuicio de las garantías mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.”