

Resumen

En este artículo se estudia cómo está formalizada la deuda local. Cómo se gestiona y qué cambios pueden avecinarse en el futuro más inmediato. Así, la deuda local aparece excesivamente sesgada hacia el corto y medio plazo, lo que determina que los equilibrios entre activo y pasivo en todos los emisores públicos sean manifiestamente mejorables. En segundo lugar, hay una clara preferencia por los tipos de interés variables, por tres razones: el mercado de bonos español no es especialmente activo, las entidades financieras han sido reacias a ofrecer tipos competitivos a largo plazo y los gestores de la deuda local han aplicado criterios de gestión pasivos, basados en la evolución reciente de los tipos. Estas características se alterarán previsiblemente en el futuro, principalmente por la aparición de un mercado de bonos locales a largo plazo.

Palabras clave: deuda local, tipos de interés variables, mercado de bonos.

Abstract

This article examines how local debt is formalized, how it is managed and what changes may envisaged in the immediate future. Thus, local debt seems to be excessively biased towards the short and medium term, which means that the balances between assets and liabilities in all public issuers are evidently open to improvement. Secondly, there is a clear preference for floating interest rates, for three reasons: the Spanish bond market is not particularly active, the financial institutions have been reluctant to offer competitive long-term rates, and the managers of local debt have applied passive management criteria based on the recent trend in rates. These features are likely to undergo changes in the future, mainly due to the appearance of the local long-term bond market.

Key words: local debt, floating interest rates, bond market.

JEL classification: H74.

EL ENDEUDAMIENTO LOCAL

Rodrigo BUENAVENTURA CANINO

*Consejero Delegado de Consultores
de Administraciones Públicas*

AUN a riesgo de romper tópicos muy establecidos, es necesario decir que el nivel de endeudamiento de las corporaciones locales españolas no puede ser calificado de elevado. Si tomamos en consideración su peso sobre el total de deuda pública en nuestro país, observamos que supone un porcentaje menor al que representan las corporaciones locales como parte del gasto público total español. Tampoco en términos dinámicos cabe hablar de un desbordamiento de la deuda local, puesto que ésta apenas ha crecido en los últimos años. Las corporaciones locales han apelado al endeudamiento de forma generalmente controlada y por importes plenamente acordes con su papel como uno de los tres niveles territoriales de la Administración pública. Sin embargo, las características del endeudamiento local hacen que sea relevante analizar cómo está formalizada dicha deuda, cómo se gestiona y qué cambios pueden avecinarse en el futuro más inmediato.

I. EL PLAZO Y EL TIPO DE INTERÉS

Quizá la característica de la deuda local que antes llama la atención del observador (antes que su coste o su perfil de riesgo) es su vida media. Podemos decir con ecuanimidad que, si bien la deuda local está relativamente controlada, está excesivamente sesgada hacia el corto o medio plazo. Si apelamos a la teoría clásica de la Hacienda pública, encontraremos términos como el de equidad intergeneracional. Esto significa que el equilibrio entre generaciones implica también repartir en el tiempo la carga del en-

deudamiento para que sean los miembros de dos (o más) generaciones quienes compartan el coste de una infraestructura o inversión, a través del repago de la deuda que la financia. Por tanto, la vida media de amortización de un préstamo destinado, como no puede ser de otra forma, a financiar inversiones no debe ser inferior a, digamos, diez años. Sin embargo, la vida media de la deuda de las entidades locales en nuestro país no llega a tres-cuatro años, muy inferior a los más de seis que se observan en las comunidades autónomas (CCAA). Esta preferencia por las amortizaciones a corto medio-plazo hace que los equilibrios entre activo y pasivo en todos los emisores públicos sean manifiestamente mejorables.

La vinculación entre endeudamiento y mercados financieros es muy importante. Sin embargo, esta vinculación es aún más relevante en el caso de la deuda local, debido a sus características de riesgo de mercado. El impacto del riesgo de mercado (tipo de interés) sobre los gastos corrientes de las administraciones locales no puede ser menospreciado. El capítulo III de gastos, mayoritariamente compuesto por los gastos de intereses de las operaciones de endeudamiento, sufre o se beneficia en cada ejercicio de las oscilaciones de los tipos de mercado, tanto fijos como variables. Si un prestatario público decide endeudarse a tipo fijo, una vez formalizada la operación comienza a dejar de ser sensible a las variaciones de los tipos, pero este mecanismo opera tanto para bien como para mal. Si los tipos bajan, el prestatario habrá gastado más en su capítulo III de lo que podría haber gastado si se hubiese endeudado a variable. Si

suben, el prestatario se estará beneficiando de no ver reflejada dicha subida en sus costes. Lo mismo, aunque en sentido inverso, opera para las operaciones a tipo variable. Los riesgos, pues, son simétricos, y tan arriesgado resulta endeudarse a tipo fijo como a variable. Todo depende de la dirección e intensidad del movimiento de la curva de tipos de interés *después* de formalizar el endeudamiento.

Si resulta tan evidente que el riesgo de interés existe en todo tipo de operaciones, ¿por qué los entes locales en España se endeudan sólo a tipo variable? Con muy contadas excepciones, la gran mayoría de las operaciones formalizadas en los últimos años por las corporaciones locales lo son a tipo variable. Las razones que lo explican son básicamente tres. En primer lugar, en España no ha existido un mercado de bonos locales suficientemente activo. En segundo lugar, las entidades financieras han sido reacias a ofrecer tipos fijos competitivos a largo plazo. Y en último lugar, los gestores de la deuda local han aplicado criterios de gestión pasivos, basados en la evolución reciente de los tipos. Vayamos por partes.

II. LOS BONOS LOCALES

La cuestión de los valores locales (bonos) tiene una importancia capital. En otros países, como Estados Unidos, la emisión de bonos locales es la forma habitual de financiación de las inversiones. Allí existen más de dos millones de referencias vivas emitidas por corporaciones locales de ese país. En España no pasamos de 20 emisiones locales en total. Las implicaciones para las corporaciones locales son relevantes. Por una parte, al emitir bonos se obligan a dar cuenta frecuentemente a los mercados financieros de su situación económica y financiera. Con ello, se gana transparencia en la información, cosa muy escasa en el

mercado español de financiación local. Por otra, se populariza el sector local en el mercado de capitales, ganando diversificación en sus fuentes de financiación y rompiendo vínculos (a veces no muy saludables) con entidades especialistas en el mercado local. Pero el secreto del mercado *muni* (*municipal bonds*) estadounidense no está sólo en la madurez de los mercados de capitales en ese país. Se trata de un mercado incentivado ex profeso por el Gobierno Federal mediante bonificaciones fiscales que hacen a estos valores unos títulos muy demandados por los inversores particulares e institucionales.

En España, el número de corporaciones locales y el tamaño del endeudamiento total no hacen posible pensar en mercados de *muni bonds* al estilo americano, pero sí pueden soportar un cierto mercado integrado por 20 ó 30 corporaciones de cierto tamaño. Para ello, es fundamental que se dicten las normas oportunas para equiparar de facto las emisiones locales a las autonómicas o estatales. Esto ya se hizo de forma genérica a través de la ley de acompañamiento hace dos años, pero no se instrumentaron los mecanismos concretos que eviten que las corporaciones locales estén discriminadas como emisores públicos en nuestro país. Muy recientemente, en diciembre de 2001, el ejecutivo ha equiparado el coeficiente de ponderación de los bonos locales al de los autonómicos a efectos de los recursos propios de las entidades financieras. Esto, aunque sea un elemento muy técnico de la gestión bancaria, abarata enormemente los costes de mantener en cartera bonos locales, y por tanto abarata el coste de emisión de los mismos para el ayuntamiento o diputación. Además, es necesario que a la mayor brevedad se regulen (tal y como aparecen en un borrador de decreto sobre este particular que no acaba de ver la luz) las cuestiones concretas que permitan de

una vez que las corporaciones locales puedan emitir valores de forma razonablemente cómoda.

Hasta ahora, la emisión de valores locales cuenta con asimetrías importantes respecto a sus parientes autonómicos. Entre ellas, las exigencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), donde deben registrarse los folletos de emisión de valores de todos los emisores salvo las CCAA y el Estado. Los folletos de emisión (lejos de lo que sugiere su nombre) son voluminosos documentos que detallan de forma exhaustiva las condiciones de la emisión y del emisor, con el (loable) objeto de ofrecer información detallada al inversor y proteger sus intereses. Sin embargo, su estructura, la regulación que los enmarca y los hábitos y procedimientos de la CNMV en este campo están pensados para emisores privados (empresas y entidades financieras). En general, no se contemplan en la regulación sobre folletos de emisión cuestiones como el régimen jurídico aplicable a las corporaciones públicas, su estructura interna, sus normas contables (distintas de la contabilidad privada) su carácter político y representativo (pleno, delegación de competencias, regulación de base) o la mecánica presupuestaria (muy distinta de la empresarial). Además, el mercado de emisiones públicas (habitualmente por subasta, sin comisiones para el inversor, donde los diseños de los valores y sus emisiones se asemejan más a los del Estado que a los de una empresa) no encaja con facilidad en los planteamientos y hábitos de los analistas de la CNMV, que normalmente trabajan con emisiones privadas. Por el contrario, muchas veces se pasan por alto elementos de análisis de la solvencia de los emisores que, por deberse a cuestiones contables o técnicas muy específicas del ámbito público, no son detectadas por la institución encargada ahora de verificar los folletos, mientras que sí lo serían por las ins-

tancias encargadas de autorizar las emisiones desde la Administración del Estado, que están acostumbradas a analizar exclusivamente operaciones públicas. Por tanto, no sólo porque así lo dice la ley, sino por pura eficiencia y mayor control, resulta necesario y urgente arbitrar procedimientos de autorización de las emisiones locales que se adapten a sus características y a sus niveles de riesgo reales.

Otro elemento que ha frenado la aceptación por parte de las instituciones relacionadas con el mercado de valores (Tesoro, Banco de España, CNMV) es el desconocimiento de la realidad local en términos financieros. En parte achacable a la ausencia de información actualizada y precisa sobre las finanzas locales, y en parte por ausencia de un análisis suficientemente profundo, se ha ido generando en ciertas instancias de nuestro país la idea de que las corporaciones locales son prestatarios poco sólidos, donde la solvencia no está garantizada y donde los niveles de riesgo son muy elevados. Nada más lejos de la realidad. Quizás estos apriorismos puedan ir quebrándose con hitos como la calificación crediticia de corporaciones locales. Sólo tenemos tres casos (aparte de las diputaciones forales), que son el Ayuntamiento de Barcelona, el Cabildo de Gran Canaria y, más recientemente, el Ayuntamiento de Madrid. En los tres casos, los niveles de solidez financiera y solvencia son excelentes (AA- y AA+) e iguales o superiores a las más sólidas empresas e instituciones financieras de España. El Ayuntamiento de Madrid, por ejemplo, tiene el mismo grado de solvencia, según la agencia S&P, que el Reino de España, y superior al de cualquier emisor privado de nuestro país. Es cierto que no todas las corporaciones locales son como las aquí mencionadas, pero la generalidad presenta niveles de riesgo muy reducidos. Es una situación parecida a la que sufrieron las comunida-

des autónomas en los años noventa. Entonces, por ausencia de *ratings*, la idea sobre su solvencia que las entidades financieras y las autoridades supervisoras de mercados tenían era negativa. En muchos casos, las entidades tenían reticencias a prestar o a entrar en operaciones derivadas con las CCAA debido a sus supuestos problemas financieros. Sin embargo a medida que las CCAA fueron calificándose (hoy quedan sólo dos sin calificar), se comprobó lo que los analistas entonces ya detectábamos: que su fortaleza financiera era, en media, muy superior a la de las entidades financieras con las que operaban y, en muchos casos, igual o muy próxima a la del Estado.

Sin embargo, no podemos hacer recaer las causas de la ausencia de un mercado de bonos municipales sólo sobre agentes distintos de las propias corporaciones municipales. Es cierto que, en muchas de ellas, la cualificación de los equipos técnicos que se enfrentan al proceso de emisión no es todo lo completa que debiera ser. La emisión de valores tiene algunos componentes técnicos que la diferencian sustancialmente de las operaciones de préstamo y que no están suficientemente asentados en los departamentos de tesorería, intervención y gestión financiera de las corporaciones locales (como tampoco en las empresas medianas, e incluso grandes, que también acuden sólo al mercado de préstamos). En este caso, cuestiones como la formación del precio, la vertiente del mercado secundario, la valoración de la operación o el mecanismo de emisión son vitales, y deben ser dominadas para asegurar el éxito de una emisión local. En este caso, la solución no es la normativa, sino la formativa. En otros casos, las entidades financieras son las que, en su deseo de replicar en España convenciones habituales en otros países, se encuentran con problemas en la emisión de valores locales. Es el caso de

cláusulas de salvaguardia (*cross default*, etc.) corrientes entre entidades financieras, pero incompatibles o de difícil encaje en el derecho administrativo español. Este punto, el de adaptación de las convenciones y prácticas de otros mercados al español, es especialmente importante en el caso de las operaciones con administraciones públicas, sujetas a normativa y principios de derecho muy distintos a los de las empresas privadas, cosa no siempre bien comprendida por las entidades financieras sin suficiente tradición en el mercado español.

III. LA GESTIÓN FINANCIERA

Cuando anteriormente mencionaba las causas por las que el tipo variable era predominante en el endeudamiento local, aducía tres factores: la ausencia de un mercado de bonos, la reticencia a prestar a fijo de las entidades financieras y una cierta pasividad en la gestión financiera local. Habiendo analizado el primero, adentrémonos en los segundos. La curva de tipos de interés en nuestro país ha experimentado cambios muy importantes en su configuración. Hasta principios de los años noventa, los tipos a diez años eran desconocidos, puesto que el Tesoro no se endeudaba a dicho plazo (la primera emisión a 10 años data de 1991). Por tanto, las referencias de cuál era el tipo de interés sin riesgo a largo plazo eran prácticamente nulas. La profundidad del mercado de capitales a esos plazos (por encima de cinco años) era, pues, reducidísima. Además, los niveles de tipos de interés eran de dos dígitos, y ello hacía muy difícil para un gestor local embarcarse en operaciones de financiación a largo plazo y a tipo fijo. Por su parte, las entidades financieras atravesaban momentos complejos, con grandes oscilaciones en los márgenes de intermediación, y eran claramente reticentes a fijar la rentabilidad de sus operaciones de préstamo a más de

tres-cinco años. A finales de los noventa, algunas cosas cambiaron. El Tesoro Público mantuvo una política de emisiones continuadas a 10, 15 e incluso 30 años, que dieron referencias al mercado y convirtieron a los plazos largos en algo habitual. Además, los tipos bajaron de forma pronunciada con la incorporación de España al grupo de cabeza de países que adoptarían la moneda única en 1999. Los tipos a corto plazo fueron bajando paulatinamente desde niveles próximos al 14 por 100 en 1992 hasta el 2,5 por 100 en el primer año de existencia del Banco Central Europeo. Durante los noventa, no obstante, los niveles de tipos a largo plazo rara vez bajaron del 6-7 por 100.

En ese contexto, es normal que los prestatarios locales prefiriesen el tipo variable, puesto que estaban en un cambio estructural que hacía que los tipos a corto plazo bajasen de forma sistemática (aunque con algunos episodios de tensión). En este punto, sin embargo, no cabe ser optimista o, mejor dicho, continuista. La combinación de reducción estructural de nuestra tasa de inflación, la unión monetaria europea y el inicio en 2001 de un enfriamiento económico en Europa no es fácil de reproducir en el futuro. A partir de ahora, las corporaciones locales tendrán que enfrentarse a un entorno menos cambiante (rangos menores de fluctuación), pero también menos unidireccional en cuanto a los tipos. La idea es que los tipos variables *han sido* mejores porque han bajado en los últimos diez años, pero no *serán* necesariamente la mejor opción en los próximos diez para denominar el endeudamiento local. La tendencia en muchos casos por parte de los gestores del endeudamiento (tanto público como privado) consiste en elegir el punto más bajo de la curva (normalmente, el tramo corto cuando la curva es positiva, en el que se referencian los préstamos a tipo variable) para decidir la estrate-

gia de endeudamiento. Este planteamiento cuenta con dos razones (espurias pero muy utilizadas) para su justificación. La primera, que conlleva un supuesto ahorro para las arcas municipales, puesto que el tipo a corto es más bajo que el tipo a largo. Esto no tiene sentido alguno salvo si se tienen expectativas muy fundadas sobre la evolución futura de los tipos en contra de los llamados implícitos, cosa poco probable como principio. La segunda, que estar endeudado a tipo variable resulta más transparente, puesto que es «el mercado» quien fija el coste en cada periodo de fijación, no viéndose afectado por las decisiones del responsable de la gestión del endeudamiento. Es como si dejásemos en manos del mercado o de un tercero el importe del capítulo III de gastos y ello nos reportase tranquilidad en lugar de desasosiego. En ambos casos, se trata de falta de comprensión de cómo los tipos de interés se forman y de cómo evolucionan en el tiempo.

IV. LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS

Como hemos visto, la abrumadora presencia de deuda local a tipo variable tiene varios orígenes. Sin embargo, existen mecanismos que permiten a un prestatario alterar su perfil de riesgo de interés, cambiando de forma sintética su endeudamiento de fijo a variable o viceversa, independientemente de sus características originales cuando se formalizó. Nos referimos a los productos derivados sobre tipo de interés. Entre éstos, los más conocidos son los *swaps* de tipo de interés y las opciones sobre tipos a corto plazo (*caps*, *floors* y *collars*). Estos instrumentos tienen la capacidad de, añadiéndolos a una operación de endeudamiento, alterar la forma en la que el mercado impacta o deja de impactar en el coste efectivo del endeudamiento lo-

cal. Hasta ahora han sido muy poco utilizados de forma consciente, pero ha sido muy frecuente su uso inconsciente. Me refiero a la práctica ausencia de operaciones formalmente contratadas y reguladas como derivados, pero a la relativa frecuencia de la incorporación de cláusulas de revisión en los contratos de préstamo que, en la práctica, no son sino derivados incluidos en el contrato original de préstamo. Muchas corporaciones locales no son conscientes de estar firmando un derivado cuando en un préstamo, por ejemplo, se condiciona el tipo de interés a aplicar al hecho de que el Euribor se encuentre por encima o por debajo de, digamos, el 6 por 100. En algunos casos, incluso se ofrece este hecho como una ventaja para la entidad, cuando en realidad es un coste (mensurable) por el que no suele recibir una contraprestación adecuada. Es muy conocido el caso de varias operaciones de derivados (opciones sobre tipo de interés) realizadas por corporaciones locales británicas que después fueron anuladas por la Cámara de los Lores, al no existir regulación previa sobre su uso en el Reino Unido. En nuestro caso, no se trata de unas pocas entidades, sino de un número muy elevado de ellas, las que, con sólo un punto de un artículo de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales al respecto, han formalizado operaciones de derivados. Pero lo preocupante no es que se realicen estas operaciones (a mi juicio deberían ser más frecuentes), sino que su uso y su gestión, sin duda complejos, no estén regulados, normalizados o al menos comprendidos por los supervisores y por los gestores locales. Las administraciones que en cada caso ostentan la tutela financiera de las corporaciones locales deberían promover una regulación común sobre estos aspectos que determine cómo contratar, seguir, informar, cancelar, contabilizar y medir estas operaciones.

V. PERSPECTIVAS

En el futuro, algunos cambios alterarán la forma en la que las entidades locales se endeudan. El principal será, con toda probabilidad, la aparición de un mercado de bonos locales (y de cédulas territoriales) en el que se financien estas entidades a largo plazo. Además, es seguro que el peso de las operaciones de finan-

ciación no tradicional (extrapresupuestaria, *project finance*, etcétera) irá aumentando a medida que se implemente el SEC-95 y aumenten los controles sobre el endeudamiento que plantea la Ley de Estabilidad Presupuestaria. También es posible que los mecanismos y técnicas para gestionar el endeudamiento público se sofisticuen y se preste una mayor atención a la gestión financiera. En

todo caso, un elemento relevante que sobre el endeudamiento local pesará en los próximos años será la modificación de los niveles competenciales de las corporaciones locales, que, de la mano del llamado Pacto Local, deberán pasar a gestionar una mayor parte del gasto público, lo que puede llegar a alterar sus equilibrios financieros y su consecuencia, el endeudamiento.