

El endeudamiento de las administraciones territoriales¹

Los valores emitidos por corporaciones locales y comunidades autónomas

Autores: M^ª del Carmen López Martín y Adolfo Rodero Franganillo

Departamento de Economía General, Ciencias Jurídicas y Sociología de la Facultad de CC. EE. y Empresariales -ETEA- (Universidad de Córdoba)

I. Introducción

En el año 2001 se aprobó la ley de estabilidad presupuestaria, la cual, junto con el nuevo acuerdo de financiación autonómica y el pacto local, puso de nuevo de actualidad el debate sobre los niveles de déficit y endeudamiento de las administraciones territoriales (AATT) y el posible control estatal sobre los mismos.

Teniendo en cuenta las limitaciones que la mencionada ley introduce sobre la apelación al endeudamiento, en este artículo pretendemos analizar en qué situación se encuentra cada nivel de las AATT para valorar cómo puede afectarles dicha ley.

¹ Este artículo corresponde, en algunos de sus apartados, a la comunicación presentada por los autores a la XXVIII Reunión de Estudios Regionales, celebrado en noviembre de 2002. Los datos tenidos en cuenta para la redacción de este artículo en su versión definitiva son los referidos a años completos que estaban disponibles en marzo de 2003.

Nos hemos centrado fundamentalmente en las emisiones de valores, tanto a corto como a medio y largo plazo, pues han sido el instrumento financiero que menos atención ha recibido por parte de los especialistas en la materia. Por esta razón nos ha interesado conocer los principales aspectos relacionados con las condiciones de las emisiones, así como la relación entre los mercados primarios y secundarios de estos instrumentos.

Así, el artículo se ha estructurado de la siguiente forma: en primer lugar, se realiza una breve descripción de la evolución del déficit y del endeudamiento de los diferentes niveles de las administraciones públicas para conocer la importancia relativa en ambos aspectos de las AATT. En el epígrafe 3 se comenta brevemente el marco legal que afecta a la asunción de deuda por parte de las comunidades autónomas (CCAA) y corporaciones locales (CCLL). El epígrafe 4 analiza cuáles son los instrumentos financieros concretos utilizados por las CCAA y las CCLL y la evolución de los mismos. Los apartados 5 y 6 abordan el objeto central del artículo (la financiación a través de las emisiones de valores), a través del análisis de sus mercados primarios y secundarios, respectivamente. En el punto 7 se hace referencia a la problemática que plantea el endeudamiento de las administraciones territoriales y se comentan algunas pautas deseables acerca del mismo. Finalmente, el epígrafe 8 recoge las principales ideas que se deducen del estudio realizado y una valoración acerca de la situación existente en la actualidad a la vista de las conclusiones extraídas del análisis anterior.

II. El déficit y el endeudamiento de las administraciones públicas españolas

Al finalizar el pasado año 2001, se produjo la aprobación de la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, y de la Ley orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria a la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, las cuales contienen los preceptos básicos por los que deben regirse las finanzas públicas para alcanzar el equilibrio o el superávit presupuestario. De esta forma, en la ley general se establecen los principios en los que debe basarse la política presupuestaria pública con el objeto de conseguir la estabilidad y el crecimiento económico en el seno de la Unión Monetaria.²

La aprobación de estas normas ha puesto de nuevo de actualidad el debate sobre los niveles de déficit y endeudamiento de las comunidades autónomas y el posible control estatal sobre los mismos. Como se desprende de los datos que aparecen en el

² Lógicamente, en los países descentralizados la consecución de este objetivo necesita de coordinación entre los diferentes niveles de la administración pública. La ley de estabilidad presupuestaria recoge los principios que afectan al sector público estatal y local, mientras que la ley orgánica 5/2001, desarrolla estos mismos principios para el ámbito autonómico.

cuadro 1, relativos a la variación neta de pasivos de los principales subsectores incluidos dentro de las AAPP, la captación neta de recursos realizada por las CCAA y las CCLL es menor que la realizada por el Estado, lo cual se explica por sus menores necesidades de financiación, que determinan que deban obtener unas menores cantidades de fondos en los distintos años.

Cuadro 1. Administraciones territoriales: variación neta de pasivos.
Detalle por instrumentos y por subsectores (Importes en millones de euros)

Conceptos	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Variación neta de pasivos	18.372	22.207	14.569	20.645	46.482	23.746	33.458	32.287	10.806	11.780	14.829	14.357	-41
Estado	10.373	19.725	9.478	15.753	40.965	18.673	29.792	28.254	8.775	9.015	12.119	10.628	-1.978
CCAA	1.989	2.614	4.934	4.766	4.393	4.027	2.729	3.047	2.356	1.346	2.268	2.564	1.903
CCLL	6.010	-132	156	126	1.124	1.046	938	986	-325	1.418	442	1.165	34
Valores corto plazo	5.259	-1.995	-1.575	-1.785	-186	-54	307	0	78	-60	101	-126	225
CCAA	0	246	349	258	-156	-54	307	0	78	-60	101	-126	225
CCLL	5.259	-2.242	-1.923	-2.043	-30	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones	-36	-42	72	1.322	2.897	2.326	2.590	2.152	2.362	1.046	1.813	1.582	732
CCAA	156	24	108	1.058	2.518	1.941	2.440	2.043	2.146	926	2.006	1.546	635
CCLL	-192	-66	-36	264	379	385	150	108	216	114	-193	36	97
Créditos	1.707	3.498	5.601	4.526	2.626	2.921	1.983	1.893	-571	542	-347	-275	3.170
CCAA	1.166	1.755	2.729	2.446	1.460	2.338	992	1.358	355	-138	-823	481	2.673
CCLL	541	1.743	2.873	2.080	1.166	583	992	535	-926	679	476	-756	497
Otros	1.070	1.010	986	835	186	-120	-1.214	-18	162	1.244	1.142	2.549	-2.189
CCAA	667	583	1.743	1.004	577	-192	-1.010	-361	-222	619	983	664	-1.629
CCLL	403	427	-757	-168	-391	72	-204	343	385	619	159	1.885	-560

Fuente: Banco de España (varios años), *Cuentas financieras de la economía española* y elaboración propia.

Por otra parte, en cuanto a los instrumentos financieros concretos empleados por las administraciones territoriales para cubrir sus necesidades de recursos, en el cuadro 1 se refleja de forma resumida la evolución durante el período 1989-2001 de los distintos conceptos que se incluyen en la variación neta de pasivos financieros, distinguiendo entre las comunidades autónomas y las corporaciones locales. Estos datos permiten apreciar que la mayor importancia en cuanto a los recursos financieros netos obtenidos, la tienen las CCAA. Además, de ellos también se deducen otros rasgos destacables del endeudamiento de las AATT:

- El instrumento más importante de los pasivos corresponde a los préstamos, si bien este fenómeno aparece más claramente en el balance de las corporaciones locales que en el de las comunidades autónomas.
- En general las operaciones a largo plazo son mucho más voluminosas que las de corto plazo. En 1989 aparece una excepción a este comportamiento debido a la emisión de pagarés forales.
- La emisión de valores distintos de acciones es mucho más elevada en las comunidades autónomas que en las corporaciones locales.
- En el concepto “otros” se incluyen los créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago. Estas operaciones, que no siempre se materializan mediante instrumentos financieros en sentido estricto, tienen una notable importancia en ambos subsectores y explican en alguna medida el comportamiento del endeudamiento en algunos años.
- La variación neta de pasivos tiene un importe muy elevado en los primeros años del periodo estudiado, experimentando un reseñable descenso a partir de 1995. Por otra parte, los componentes de esta variación cambian con frecuencia de un año a otro, presentando signos negativos en algunos ejercicios.

III. Marco legal del endeudamiento de las administraciones territoriales³

El acceso de las administraciones territoriales a los recursos procedentes de la asunción de pasivos, ya sea en forma de créditos, ya sea a través de la emisión de valores, no es totalmente libre para estas instituciones, sino que está sujeta a determinadas restricciones legales. Los principales aspectos de dichas limitaciones se recogen, para las CCAA de régimen común, en la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA)⁴; para las corporaciones locales, aparecen en la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, Reguladora de las Haciendas Locales (LRHL). Ambas normas, si bien difieren en algunos de sus preceptos, presentan como característica común la diferenciación entre las operaciones de captación de recursos según su plazo sea inferior o superior a un año⁵.

³ Puesto que este artículo no está centrado en los aspectos legales de la financiación autonómica y local no entramos en detalle en esta cuestión. Dado que la bibliografía sobre la misma es muy abundante; citamos aquí únicamente la obra de C. Monasterio y J. Suárez (1996), por su carácter general, y la de X. Álvarez, C. Monasterio y J. Suárez (1998), centrada en la cuestión del endeudamiento.

⁴ Para las comunidades de régimen foral, su financiación se rige por el sistema de concierto o convenio económico (la denominación cambia según se trate del País Vasco o Navarra). Aunque el sistema foral de financiación difiere sustancialmente del de las comunidades de régimen común, no existen diferencias en lo que se refiere al recurso al endeudamiento, de ahí que no se haga, en lo sucesivo, ninguna distinción entre las distintas CCAA.

⁵ Dadas las limitaciones de espacio no entramos en el análisis detallado de los diferentes aspectos legales que limitan el acceso al endeudamiento de las administraciones territoriales.

Las primeras, están concebidas con el objeto de cubrir necesidades transitorias de tesorería⁶, es decir, para solucionar los posibles desfases entre los cobros y los pagos⁷. En este sentido, casi se identifican en las normas reguladoras con los créditos concedidos con este fin por las entidades de crédito, aunque posteriormente se prevea la posibilidad de que se instrumenten también en forma de emisión de valores. En el segundo caso, se establece la necesidad de que el endeudamiento tenga como destino la financiación de inversiones, por lo que en ningún caso podrán financiar los gastos corrientes, lo que responde a la idea de la *equidad intergeneracional* según la cual los ciudadanos que se benefician de un proyecto deben también soportar sus costes⁸.

Finalmente, la Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, y la Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria a la Ley General de Estabilidad Presupuestaria contienen los preceptos que han de regir las finanzas públicas en orden a alcanzar el equilibrio o el superávit presupuestario.

Tal y como se recoge en la exposición de motivos, la Ley General de Estabilidad Presupuestaria tiene por objeto establecer los principios a los que deberá adecuarse la política presupuestaria del sector público para alcanzar la estabilidad y el crecimiento económico en el marco de la UME. Puesto que en los países descentralizados estos objetivos sólo pueden alcanzarse mediante la coordinación de los distintos niveles de la Administración Pública, en la citada ley se recogen dichos principios en el ámbito del sector público estatal y local, y la Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria a la Ley General de Estabilidad Presupuestaria desarrolla estos mismos principios en el ámbito de las CCAA.

Ambas leyes obligan a los distintos niveles de la Administración Pública, en lo que al déficit se refiere, a *rendir cuentas, analizar causas y poner soluciones*. Como objetivo general la ley recoge la obligación de que todos los niveles de la Administración Pública mantengan la estabilidad presupuestaria (sus cuentas deben presentar equilibrio o superávit); para ello en el Presupuesto del Estado se fijará un límite máximo de gasto no financiero⁹. Respecto a las entidades locales, lo más destacado es que

⁶ Véase el artículo 14 de la LOFCA, así como el artículo 53 de la LRHL.

⁷ Como indican I. Ezquiaga y A. Ferrero (1999), p. 54, el concepto de necesidad transitoria de tesorería difícilmente puede definirse de forma objetiva, lo que precisamente ha permitido el empleo de esta financiación a corto plazo para fines distintos a los inicialmente previstos (durante algunos años las CCAA han recurrido al endeudamiento a corto plazo para financiar inversiones).

⁸ Consecuentemente a esta idea, si los beneficios de las inversiones se proyectan en el tiempo, la financiación de las mismas también se realizará más adelante cuando los ciudadanos deban proporcionar a las administraciones públicas los ingresos corrientes (fundamentalmente de carácter tributario) para que puedan hacer frente al pago de la amortización y los intereses de la deuda emitida.

⁹ La ley reconoce la posibilidad de que coyunturalmente o por circunstancias extraordinarias se incurra en déficit, en dicho caso, el nivel u órgano de la administración correspondiente deberá presentar un informe sobre las causas del desequilibrio, así como un plan económico-financiero de saneamiento a medio plazo que contendrá las medidas a adoptar sobre los ingresos y gastos públicos para corregir la situación de desequilibrio en el plazo de tres ejercicios presupuestarios.

para la autorización de las operaciones de crédito y las emisiones de deuda, el Estado tendrá en cuenta el cumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria por parte de estas entidades. En caso de déficit, el Estado concederá dicha autorización si las medidas recogidas en el informe económico-financiero permiten su corrección en el plazo de tres ejercicios presupuestarios.

En el ámbito de las CCAA, la ley insiste notablemente sobre las funciones que desarrolla el Consejo de Política Fiscal y Financiera; éste deberá emitir un informe sobre el objetivo de estabilidad fijado para el conjunto de las CCAA, así como determinar los objetivos individuales de cada comunidad, también deberá valorar las medidas incluidas en los planes económico-financieros que deberán presentar las CCAA en caso de incumplimiento del objetivo de estabilidad. Al igual que en las CCLL, para autorizar las operaciones de crédito y la emisión de deuda de las CCAA el Estado tendrá en cuenta el cumplimiento del objetivo de estabilidad. En este punto es posible destacar que las limitaciones adicionales que introduce la ley de estabilidad presupuestaria no tienen en cuenta la diferente situación de los distintos niveles de las AATT en cuanto a la importancia, instrumentación y evolución de su endeudamiento. Por tanto, el esfuerzo presupuestario que se exige a los distintos gobiernos territoriales no está relacionado con el nivel de desarrollo o con la dotación de capital (el destino de la deuda a largo plazo es la financiación de los gastos de capital).

IV. Instrumentos empleados por las administraciones territoriales en la financiación

Los instrumentos que las administraciones territoriales pueden emplear para la obtención de recursos son, como ya se ha indicado, los préstamos y créditos concedidos por las entidades financieras (bien para cubrir desfases de tesorería o bien como anticipo a cuenta de otros ingresos a percibir) y la emisión de deuda a largo plazo y, en menor medida, a corto plazo.

Las emisiones de valores realizadas por las administraciones territoriales se someten, en principio, a la misma normativa que regula el mercado primario de valores, esto es, la Ley 24/1988 del mercado de valores (reformada mediante la Ley 37/1998) y las normas que la desarrollan en relación con el mercado primario (principalmente el Real Decreto 291/1992 sobre emisiones y ofertas públicas de valores). No obstante, la propia ley del mercado de valores en su artículo 30 exceptúa al Estado y a las comunidades autónomas de los trámites de comunicación, elaboración y presentación de un folleto informativo sobre la emisión ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), lo que evidentemente supone una ventaja para estas entidades. Inicialmente, la deuda emitida por las corporaciones locales no estaba sometida a este tratamiento, sin embargo, como ya se ha comentado, la reforma de 1998 de la LRHL ha supuesto la equiparación de estas entidades a las CCAA, ya que también la deuda que ellas emitan goza del mismo tratamiento que la deuda estatal.

Cuadro 2. Deuda de las administraciones territoriales elaborada según el protocolo de déficit excesivo a 31-12-2001
(Importes en millones de euros)

	Total	Valores corto plazo	Obligaciones y deuda no negociable	Valores moneda extranj.	Préstamos y créditos no comerciales			
					Bancos	Cajas de ahorro	ICO y otros	Resto del mundo
CCAA	41.647	1.141	17.586	1.568	8.426	5.606	864	6.456
Andalucía	7.065	346	3.995	568	905	516	27	708
Aragón	921		334		142	113	18	314
Asturias	653				420	101	3	129
Baleares	372		166		103	34	0	69
Canarias	919		374		440	86	0	19
Cantabria	259		50		149	33	0	27
Castilla La Mancha	595		288		111	96	5	95
Castilla y León	1.260		433		200	254	28	345
Cataluña	9.644	476	4.962	293	1.981	557	314	1.061
Extremadura	710		0		324	175	32	179
Galicia	3.080		1.614		497	364	79	526
La Rioja	156		0		133	22	1	
Madrid	6.916		1.129		1.709	2.609	275	1.194
Murcia	688		366		141	67	0	114
Navarra	645		641		0	4	0	
País Vasco	1.243		804	422	0	17	0	
Valencia	6.521	319	2.430	285	1.171	558	82	1.676
CCLL	18.244	0	1.614	669	8.905	6.512	544	1.096
1. Ayuntamientos	14.440	0	893	669	6.652	5.488	500	238
Capitales provincia	6.801		893	669	3.118	1.694	189	238
Más 500.000 hab.	3.963		893	669	1.567	458	138	238
Resto	2.838		0		1.551	1.236	51	0
No capitales prov.	7.639		0		3.534	3.794	311	0
2. Diputaciones, Consejos y Cabildos	4.900	0	721	0	2.253	1.024	44	858
Dip. régimen común	2.864		0	0	2.007	820	36	0
Dip. forales P. Vasco	1.499		462	0	82	89	8	858
Consejos y Cabildos	538		259	0				

Fuente: Banco de España (2002), *Boletín estadístico* y elaboración propia.

En consecuencia, en la actualidad, las emisiones de valores (tanto a corto como a medio y largo plazo) de las administraciones territoriales no están sometidas a los mismos trámites que regulan las realizadas por otras instituciones. Además, al tener la consideración de deuda pública, pueden ser incluidos para su negociación en el mercado de deuda pública en anotaciones¹⁰, por lo que los sistemas de emisión, registro y liquidación pueden aprovechar la *infraestructura* que ofrece la Central de anotaciones en cuenta y seguir una técnica similar a la empleada por el Estado. De esta forma, lo habitual es la realización de programas (en el caso de los valores a corto plazo son pagarés) en los que se diseña la forma de acceso al mercado, así como las condiciones en las que ésta se va a efectuar.

La emisión de valores a medio y largo plazo por las CCAA es muy frecuente. De las diecisiete CCAA, catorce de ellas han emitido bonos u obligaciones en los últimos años¹¹. La mayor parte de estas emisiones están inscritas en la Central de anotaciones en cuenta, con la excepción de Cataluña y el País Vasco, que negocian sus valores en la bolsa de Barcelona y Bilbao, respectivamente. Por su parte, las corporaciones locales también han emitido valores a medio y largo plazo, concentrándose estas emisiones, como es lógico, en los municipios más importantes y en algunas diputaciones y cabildos.

Por lo que se refiere a la deuda a corto plazo, la forma habitual en la que se ha empleado este instrumento ha sido mediante la puesta en circulación de pagarés (normalmente se ha tratado de programas similares a los de las empresas no financieras). Estos valores tienen generalmente rendimiento implícito (es decir, están emitidos al descuento) y su plazo de amortización es inferior a 18 meses¹².

En cuanto a los préstamos o créditos, tanto las CCAA como las CCLL han obtenido recursos por esta vía; créditos que han sido concedidos por entidades de depósito: bancos y cajas de ahorro, y por instituciones no residentes.¹³

¹⁰ En este sentido, debe tenerse en cuenta que la regulación actual del mercado de deuda pública recoge que en este mercado se negocia la deuda del Estado representada mediante anotaciones en cuenta, así como aquellos otros valores que teniendo esta representación, se emitan por otras entidades públicas y por los organismos internacionales de los que España sea miembro y se autoricen por el Ministerio de Economía y Hacienda. Esta regulación se completa con la establecida en la ley de reforma de la Ley 24/1988 del mercado de valores que indica que los valores emitidos por el Estado y por el ICO se admiten de oficio en el mercado de deuda pública en anotaciones, mientras que en el caso de las CCAA y CCLL es precisa la solicitud del emisor para poder ser incluido en el mismo.

¹¹ Los saldos a 31-12-2001 de la deuda de las administraciones territoriales elaborada según el protocolo de déficit excesivo se muestran en el cuadro 4.

¹² Sin embargo, a diferencia de los valores a corto plazo emitidos por el Estado, los pagarés emitidos por las administraciones territoriales y por empresas, han estado sometidos a retención fiscal hasta 1998.

¹³ Debido a su mayor interés y a la menor información detallada sobre los créditos (en lo relativo a plazos, tipos de interés, entidades que los conceden, etc.), en el resto del texto nos centramos en el endeudamiento materializado en valores.

Cuadro 3. Balance financiero de las CCAA y de las CCLL: pasivos
(Importes en millones de euros)

	Total pasivo	Total valores	Préstamos								Otras cuentas	
			Total	A corto plazo		A largo plazo						
						Total	En ptas./ euros		En moneda no euro			
			Saldo	% sobre total	Saldo	Saldo	% sobre total	Saldo	% sobre total	Saldo	% sobre total	
a) Comunidades autónomas												
1995	32.143	10.958	15.230	5.027	15,64	10.203	7.101	22,09	3.061	9,52	5.955	18,53
1996	37.072	14.154	17.017	5.364	14,47	11.653	8.067	21,76	3.544	9,56	5.901	15,92
1997	40.527	16.485	18.103	4.878	12,04	13.225	9.238	22,80	3.987	9,84	5.939	14,65
1998	43.202	18.355	18.572	3.669	8,49	14.903	10.434	24,15	4.469	10,35	6.275	14,53
1999	44.707	20.222	18.092	3.547	7,93	14.545	9.626	21,53	4.918	11,00	6.393	14,30
2000	46.991	21.083	18.742	3.855	8,20	14.886	9.310	19,81	5.577	11,87	7.167	15,25
2001	50.706	21.430	21.412	4.251	8,38	17.161	10.631	20,97	6.530	12,88	7.864	15,51
b) Corporaciones locales												
1995	24.739	1.928	16.068	1.974	7,98	14.094	12.110	48,95	1.039	4,20	6.743	27,26
1996	25.692	2.083	16.852	2.301	8,96	14.550	12.555	48,87	1.051	4,09	6.757	26,30
1997	25.231	2.327	16.153	1.588	6,29	14.565	13.536	53,65	1.029	4,08	6.751	26,76
1998	26.369	2.509	16.926	1.203	4,56	15.723	14.604	55,38	1.119	4,24	6.934	26,30
1999	27.213	2.211	17.492	1.237	4,54	16.255	15.056	55,33	1.199	4,41	7.510	27,60
2000	28.544	2.231	18.017	1.245	4,36	16.772	15.613	54,70	1.159	4,06	8.296	29,06
2001	29.528	2.474	18.514	1.370	4,64	17.144	16.046	54,34	1.099	3,72	8.539	28,92

Fuente: Banco de España (varios años), *Boletín estadístico* y elaboración propia.

En general, a lo largo de los últimos años los saldos de los préstamos obtenidos por las CCLL y por las CCAA han tenido, en conjunto, unos importes similares, si bien en la estructura de los pasivos, que se detalla en el cuadro 3, se pueden apreciar algunas diferencias entre ambos niveles de gobierno. Así, aunque en ambos casos se ha producido un descenso en la importancia relativa de los créditos a corto plazo, el porcentaje sobre los pasivos totales es algo superior en las CCAA frente a las CCLL. Los préstamos a largo plazo son, en las dos administraciones, los más importantes, pero su peso sobre el total de los recursos difiere notablemente: mientras que en las CCLL suponen más de la mitad del pasivo y son casi exclusivamente en ptas./euros, en el caso de las CCAA, el peso de esta fuente de fondos se sitúa alrededor de la tercera parte del total y la distribución por monedas es algo más homogénea (podríamos hablar de una proporción de 2 a 1 favorable a los préstamos en ptas./euros).

V. El mercado primario de valores emitidos por las administraciones territoriales

Como ya se ha puesto de manifiesto, desde el año 1993 las principales entidades que mantienen las emisiones de valores como medio para captar financiación son las comunidades autónomas; en el caso de las corporaciones locales, entre 1990 a 1993 se produjeron las amortizaciones netas de los valores a corto plazo que se habían ido poniendo en circulación en ejercicios anteriores y desde entonces no han vuelto a hacer uso de esta posibilidad y sólo han empleado las emisiones a medio y largo plazo.

La puesta en circulación de los programas de valores ha seguido, por lo general, unos mecanismos de emisión similares a los empleados para la deuda del Estado, si bien, como en el resto de la deuda emitida por estas entidades, existe cierta variedad en cuanto a las características de los valores, los períodos de emisión, el plazo de amortización, etc. Además, en cuanto a los mercados en los que estos valores han sido (y son) incluidos para su posterior negociación, también existen diferencias: inicialmente, casi todas las emisiones realizadas se materializaban como títulos físicos y eran negociados en el mercado de la Asociación de Intermediarios Financieros (AIAF) o en la bolsa de la respectiva comunidad autónoma. Posteriormente, la representación de estos valores ha pasado a ser la anotación en cuenta, lo que ha dado lugar a que las emisiones se negocien en la mayor parte de los casos en la Central de anotaciones en cuenta, aunque en otros casos se ha mantenido en el mercado bursátil respectivo (es la situación de los valores emitidos por la Generalitat de Cataluña y el País Vasco¹⁴).

V.1 Los valores a medio y largo plazo

Como ejemplo de los procedimientos de emisión de los valores a medio y largo plazo de las CCAA recogemos algunos aspectos de los de la Junta de Andalucía. Los bonos se emiten hasta 5 años y las obligaciones a más de 5 años. Los plazos estandarizados de emisión corresponden a 3, 5 y 10 años. La deuda se representa mediante anotaciones en cuenta. El importe mínimo de suscripción es de 1000 euros. Existe un calendario anual de emisiones. Los procedimientos de emisión previstos en la normativa reguladora son las subastas competitivas y la emisión a medida. A las subastas podrán acudir los miembros del mercado de deuda pública en anotaciones en cuenta y tienen dos modalidades: por precio y por margen o diferencial. Se prevé una segunda vuelta para los creadores de mercado y un periodo de suscripción pública posterior a la subasta, principalmente para terceros no miembros del mercado. Las emisiones a medida, que pueden ser competitivas y no competitivas, están dirigidas exclusivamente a los creadores de mercado.

¹⁴ En el caso de los valores emitidos por la Generalitat valenciana, los pagarés anotados se negocian en la bolsa de Valencia y los bonos están además registrados en la Central de anotaciones.

Como vemos en el cuadro 4, el recurso a los mercados varía de un año a otro. Tanto en las CCAA como en las CCLL se observa un descenso de las emisiones netas en pesetas-euros a lo largo del período, comportamiento más acentuado en las CCLL. Lo mismo podemos indicar de las emisiones en otras monedas que se hacen negativas al final del periodo en ambos conjuntos.

Cuadro 4. Contracción neta de pasivos a medio y largo plazo de las administraciones territoriales

(Importes en millones de euros)

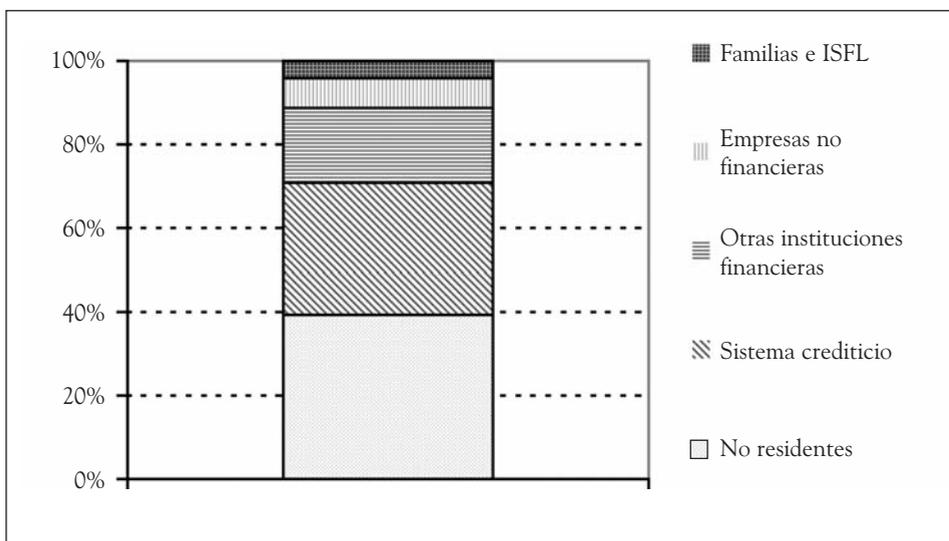
	Comunidades Autónomas		Corporaciones Locales	
	En ptas./ euros	En otras monedas	En ptas./ euros	En otras monedas
1995	2.007	772	70	128
1996	1.996	205	134	—
1997	2.023	212	241	—
1998	992	377	227	-73
1999	1.825	182	-9	-184
2000	1.780	-234	36	—
2001	670	-35	97	—

Fuente: Banco de España (varios años), *Boletín estadístico* y elaboración propia.

Respecto a los saldos de estos valores, vemos en el cuadro 2 que, como se indicaba anteriormente, catorce CCAA han emitido valores a medio y largo plazo, es decir, todas las comunidades autónomas excepto Asturias, Extremadura y La Rioja. Su importancia, en cuanto emisores, es bastante variable; destacan por orden de importancia: Cataluña, Andalucía, Comunidad Valenciana, Galicia y Madrid.

En cuanto a las CCLL, los emisores de valores a medio y largo plazo corresponden a las capitales de provincia de mayor dimensión, a las Diputaciones forales y a los Consejos y Cabildos insulares. Estos valores, por tanto, son emitidos por un número muy reducido de grandes ciudades que además emiten con frecuencia en moneda extranjera. Conviene tener en cuenta que los valores emitidos por las CCLL no están incluidos en la Central de anotaciones en cuenta, sino en el mercado de la Asociación de Intermediarios Financieros (AIAF).

Gráfico 1. Distribución porcentual de saldos de deuda de las CCAA registrados en la central de anotaciones en cuenta en el año 2000
(Datos en % sobre total deuda autonómica registrada)



Fuente: Banco de España (2001), *Central de anotaciones en cuenta. Memoria 2000*, p. 50

La distribución de los inversores en deuda autonómica inscrita en la Central de anotaciones en cuenta aparece en el gráfico 1. Como se muestra en el mismo, en primer lugar, aparecen los “no residentes” que mantienen el 39,53% del total, en segundo lugar el “sistema crediticio” con el 31,37% y el tercer puesto corresponde a las “otras instituciones financieras” con un 17,69%; las “familias” y las “empresas no financieras” tienen una menor importancia. Esta situación, que corresponde al año 2000, supone una variación sobre la existente en 1999, año en el que la relevancia de los no residentes era inferior a la indicada más arriba.

V.2 Los valores a corto plazo

Comenzamos comentando algunos aspectos relacionados con las modalidades de emisión en varias comunidades autónomas. Así, considerando como ejemplo el caso concreto de la Junta de Andalucía, los valores han tenido como nominal hasta el 31-12-98 un millón de ptas.¹⁵, emitiéndose a cinco plazos diferentes: tres, seis, nueve,

¹⁵ El proceso de redenominación de la deuda de la Junta en euros ha determinado, al igual que sucedió en el caso de la deuda del Estado, que, desde el 1 de enero de 1999, se hayan eliminado los importes nominales unitarios, convirtiendo las tenencias de valores en tenencias de saldos nominales. No obstante, para facilitar la suscripción y transmisión de estos saldos, se establecieron para estas operaciones importes nominales mínimos de 1000 euros o múltiplos enteros de dicha cantidad.

doce y dieciocho meses, mediante subastas regulares (en la actualidad el segundo y el cuarto martes de cada mes), cuyas fechas son anunciadas a comienzos de cada año en un calendario publicado por la Consejería de Economía y Hacienda. Los pagarés emitidos por la Generalitat de Cataluña se ponen en circulación tras la resolución de unas subastas que se realizan cada quince días (habitualmente el primer y el tercer martes de cada mes) para los valores cuyo plazo de amortización es inferior a 12 meses. Por último, la Generalitat Valenciana realiza semanalmente subastas de pagarés, los cuales son emitidos a 3, 6, 12 y 18 meses.

Por lo que se refiere a los saldos vivos de las emisiones a corto plazo, en el cuadro 5 se muestra la evolución de los mismos, distinguiendo si las entidades que ponían en circulación los valores eran las CCAA o las CCLL. A partir de los datos del mencionado cuadro, cabría hablar de dos etapas diferentes: hasta 1992, las emisiones corresponden a las corporaciones locales (se trataba de las diputaciones de la comunidad autónoma vasca que pusieron en circulación los pagarés forales); a partir de dicho año, todo el saldo vivo corresponde a las comunidades autónomas.

Cuadro 5. Saldo vivo de la deuda negociable a corto plazo emitida por las administraciones públicas. Detalle por agrupaciones institucionales

(Datos a diciembre de cada año. Importes en millones de euros)

Fecha	Estado	CCAA	CCLL	Fecha	Estado	CCAA	CCLL
1987	47.300	0	331	1994	70.397	487	0
1988	52.342	0	980	1995	70.607	631	0
1989	59.951	0	6.239	1996	80.548	703	0
1990	66.652	246	3.997	1997	71.791	763	0
1991	62.151	601	2.073	1998	59.753	902	0
1992	63.232	853	30	1999	53.142	1.186	0
1993	64.447	577	0	2000	44.663	1.049	0

Fuente: Banco de España (varios años), *Boletín estadístico* y elaboración propia.

En relación con los pagarés forales, las emisiones no tuvieron su principal origen en la necesidad de financiación de las diputaciones vascas; más bien parecían relacionarse con la posibilidad de obtener una elevada rentabilidad mediante la colocación de los recursos en inversiones financieras. Estos valores fueron emitidos masivamente sobre todo durante 1989 otorgando a sus titulares ciertas ventajas fiscales a cambio de ofrecer una rentabilidad inferior a la de otros instrumentos financieros

alternativos¹⁶ y los recursos obtenidos por las haciendas locales vascas se invirtieron en depósitos en instituciones bancarias, lo que les permitía obtener la diferencia entre los intereses de dichos depósitos y el coste de las emisiones (no se destinaron, por lo tanto, a financiar sus gastos). Cuando en 1990 la Administración central y las Diputaciones forales acordaron dejar que vencieran los pagarés sin realizar nuevas emisiones, en paralelo con la amortización progresiva de los pagarés del Tesoro, la disminución del saldo vivo de estos títulos se produjo junto con un descenso simétrico de los activos financieros, principalmente depósitos bancarios de las CCLL emisoras.

Cuadro 6. Cuentas financieras de las comunidades autónomas. Valores a corto plazo: saldos vivos y emisiones netas

(Datos a diciembre de cada año. Importes en millones de euros)

Fecha	Saldo vivo total	Emisiones netas			Pro memoria: saldo vivo por CCAA			
		Total	En ptas./ euros	En monedas no euro	Andalucía	Cataluña	Madrid	Valencia
1995	913	304	189	115	210	96	156	174
1996	920	2	29	-27	307	138	—	264
1997	1.015	81	60	21	349	126	—	294
1998	1.078	60	139	-79	337	126	—	433
1999	1.186	101	95	7	336*	418*	—	367*
2000	1.049	-126	-206	80	336*	316*	—	260*
2001	1.141	225	225	0	346*	476*	—	319*

*Corresponde únicamente a valores emitidos en ptas./euros. Importes determinados según el protocolo de déficit excesivo.

Fuente: Banco de España (varios años), “Endeudamiento de las administraciones territoriales”, *Boletín económico* y Banco de España (varios años), *Boletín estadístico* y elaboración propia.

Con respecto a las emisiones de las CCAA, en el cuadro 6 aparecen las cantidades netas puestas en circulación e información adicional sobre las comunidades que, en concreto, han emitido estos valores¹⁷. En los datos recogidos es posible apreciar

¹⁶ Aunque no existía información precisa sobre los suscriptores de estos valores, la emisión con un bajo tipo de interés nominal y sin retención fiscal, hacían suponer que fueron suscritos por el sector privado no financiero y que estos instrumentos absorbieron una proporción importante de los recursos que se habían materializado antes en pagarés del Tesoro, seguros de prima única y transferencias de activos. [Véase Banco de España (1990), *Informe anual* 1989, p. 77].

¹⁷ Los datos del cuadro 7 no coinciden exactamente con los que aparecían en el cuadro 6 debido a que las fuentes a partir de las que han sido elaborados no son las mismas.

que se ha hecho un uso muy escaso de este instrumento, pues las emisiones netas de los distintos ejercicios tienen valores muy reducidos. En todo caso, tras el importante descenso experimentado en 1996, posteriormente se aprecia una ligera recuperación de las cantidades puestas en circulación la cual, probablemente, esté relacionada con los importantes descensos que experimentaron los tipos de interés a corto plazo desde el mencionado 1996 hasta 1999, como consecuencia del proceso de convergencia de cara a la incorporación a la UEM. Posteriormente, en el año 2000 se registra una importante amortización neta, mientras que en 2001 vuelve a producirse una emisión neta positiva, las cuales posiblemente también obedezcan, al menos parcialmente, a la evolución de las rentabilidades a corto plazo en dichos años.

De la información del cuadro se deduce también que sólo un número muy reducido de CCAA acude a la financiación a corto plazo mediante la emisión de pagarés (hasta el año 2001, tan sólo cinco comunidades han empleado en algún momento este instrumento¹⁸) y además, en cantidades relativamente modestas y con variaciones poco significativas. Además, a partir de las cifras de dicho cuadro, parece deducirse que estas comunidades tienen establecido un nivel máximo de recursos a obtener por esta vía¹⁹ y que los programas de pagarés se van renovando de forma más o menos automática para poder contar con un cierto margen de maniobra no sólo para cubrir los posibles desfases de tesorería que se produzcan, sino también para poder hacer frente a algunas inversiones. Este hecho contrasta con la evolución del endeudamiento materializado en valores a medio y largo plazo el cual, en general, ha ido creciendo en los últimos años como consecuencia de las crecientes necesidades de recursos de estos entes y de su mayor apelación a esta fuente de fondos en detrimento (aunque sólo sea en pequeña medida) de la financiación obtenida de las instituciones de crédito²⁰.

V.3 Los tipos de interés de las emisiones de valores de las administraciones territoriales

Como es lógico, los tipos de interés de las emisiones de valores realizadas por las administraciones territoriales presentan unos valores semejantes a los de la deuda del Estado, si bien ligeramente superiores a los de ésta para compensar el mayor riesgo de estos emisores y la menor liquidez de estos instrumentos como consecuencia de su menor saldo vivo en circulación.

¹⁸ Aunque no aparece en el cuadro, la comunidad de Canarias también emitió pagarés durante el año 2001, que se amortizaron antes de que finalizara el ejercicio.

¹⁹ En Andalucía, el máximo saldo vivo de pagarés se estableció en el año 1997 en 60 m.m. ptas.

²⁰ No entramos en detalle en esta cuestión al no ser el objeto de este trabajo. Sobre ella existe abundante bibliografía; citamos aquí únicamente la obra mencionada anteriormente de X. Álvarez, C. Monasterio y J. Suárez (1998), centrada en este tema y la de I. Ezquiaga y A. Ferrero (1999) de carácter más general pero que aborda esta cuestión en varios de sus apartados. Además, se puede encontrar información sobre todo de tipo cuantitativo en los artículos publicados en el *Boletín económico* del Banco de España sobre el endeudamiento de las administraciones territoriales.

En cuanto a los valores concretos que han tenido estos tipos de interés, no se dispone de la información agregada de los mismos en todo el período; no obstante, dada la escasa cuantía de las emisiones, creemos que para estudiar este aspecto puede resultar suficiente únicamente con el análisis de los últimos ejercicios de una comunidad autónoma tan sólo, como ejemplo de cuáles son las rentabilidades que han ofrecido estos instrumentos en el mercado primario y qué diferencial presentaban con respecto a lo emitidos por el Estado. Así, el caso concreto que se ha escogido es el de la comunidad autónoma andaluza durante el período 1998-2000, para la que se han tomado los resultados de las subastas de pagarés realizadas a lo largo de dichos ejercicios y se han comparado con los producidos en las subastas de letras del Tesoro también durante el mismo periodo²¹.

El resumen de los resultados obtenidos de la comparación indicada se muestra en el cuadro 7, el cual permite apreciar que la idea anterior relativa a la existencia de un diferencial positivo entre los tipos de interés de las emisiones de la Junta de Andalucía y los de las letras del Tesoro se cumple prácticamente siempre²². Dicho diferencial toma un valor medio más elevado en el plazo más corto (emisiones a seis meses), mientras que en el plazo de un año y en el de 18 meses se hace algo más reducido²³. No obstante, en los tres plazos considerados el promedio obtenido es significativamente distinto de cero con un nivel de confianza del 95% como se deduce de los valores obtenidos para el estadístico T de Student.

En cuanto a los valores que en cada momento adopta el diferencial de tipos de interés, se aprecia en el cuadro 7 que éste ha llegado a superar en algún caso los 0,3 puntos porcentuales, mientras que el mínimo (prescindiendo de los valores negativos), se sitúa en 0. En general, los diferenciales en los tipos de interés marginales presentan tendencias similares a lo largo del tiempo, lo que lleva consigo que las mayores diferencias con respecto a las letras del Tesoro se produzcan aproximadamente en las mismas fechas en todos los plazos. Además, como ya se comentaba anteriormente, los mayores diferenciales en los tipos de interés suelen producirse en las emisiones a seis meses, mientras que en los plazos de 12 y 18 meses los valores son más reducidos.

²¹ En concreto, se han comparado los resultados de las subastas efectuadas por la Junta con las realizadas por el Tesoro en la fecha más próxima; prescindiendo de los datos en los que las subastas se declararan desiertas o no hubiera coincidencia (aproximada) en las fechas. Nos hemos fijado en la comunidad autónoma andaluza por ser una de las que tiene mayor importancia en el empleo de valores como forma de financiación.

²² Tan sólo en algunos momentos se han producido diferenciales negativos (es decir, el tipo de emisión de los pagarés de la Junta es inferior al de las letras del Tesoro), los cuales pueden tener su origen en el hecho de que, al celebrarse las subastas en fechas diferentes y haber existido durante una parte del periodo considerado una tendencia descendente de los tipos de interés, en esas fechas concretas, la bajada de tipos hubiera sido realizada por la Junta antes que por el Tesoro.

²³ El valor obtenido para el plazo de 18 meses debe tomarse con cautela dado que en éste se producen algunos diferenciales negativos elevados, los cuales, dado el escaso número de datos considerado, pueden haber tenido cierta influencia en el valor final del promedio.

Cuadro 7. Diferenciales de tipos de interés entre los pagarés de la Junta de Andalucía y las letras del Tesoro durante el trienio 1998-2000

(Datos en %.)

Concepto	Emisiones a 6 meses		Emisiones a 12 meses		Emisiones a 18 meses	
	Tipo medio	Tipo marginal	Tipo medio	Tipo marginal	Tipo medio	Tipo marginal
<i>Promedio</i>	0,164	0,153	0,139	0,108	0,104	0,088
<i>Varianza</i>	0,007	0,006	0,003	0,003	0,007	0,007
<i>Máximo</i>	0,343	0,310	0,307	0,244	0,273	0,244
<i>Mínimo</i>	-0,02	-0,02	0,02	-0,01	-0,09	-0,10
<i>Estadístico T de Student</i>	14,4	14,0	20,3	15,8	7,6	6,5
<i>Pro memoria: Número de subastas no desiertas</i>	52	52	72	72	40	40

Fuente: Banco de España (varios años), *Boletín de la Central de anotaciones*; *Boletín oficial de la Junta de Andalucía*, varios números y elaboración propia.

En relación con estas dos circunstancias, parece lógico que, dado que durante los últimos años los inversores han tendido a concentrar sus adquisiciones en los plazos más largos, estos agentes hayan exigido unos tipos de interés más elevados, proporcionalmente, a los valores emitidos a menor plazo; desde otro punto de vista, es posible también que los propios emisores hayan aumentado esta rentabilidad de los valores en los plazos más cortos para hacerlos más atractivos.

Por otro lado, al presentar los diferenciales una evolución bastante similar, se puede deducir que existe un diferencial mínimo exigido por los inversores a las emisiones de la comunidad autónoma andaluza (el cual se podría situar en unos 10 puntos básicos), si bien por lo general las que efectivamente se aplican por la Junta superan este mínimo, quizás para aumentar el atractivo de los pagarés. Sólo en algunos momentos, que probablemente coincidan con aquellos en los que exista una mayor necesidad de recursos, el diferencial se hace aún mayor con el objeto de poder obtenerlos y este hecho se refleja de igual forma en los distintos plazos a los cuales se ponen en circulación los valores. Con respecto a esta cuestión debe tenerse en cuenta que, probablemente, al realizarse las subastas de la Junta en fechas próximas a las que se realizan las del Estado, la Junta tenga presente los tipos de interés que el Tesoro ha practicado para utilizarlos como criterio a la hora de adjudicar sus valores, así si el diferencial aumenta probablemente sea porque los recursos son más necesarios y no importe tanto un incremento transitorio en su coste en términos relativos.

VI. El mercado secundario de valores a corto plazo emitidos por las administraciones territoriales

Al igual que en el resto de los instrumentos, el mercado secundario es aquel en el que se transmiten los valores en circulación de unos tenedores a otros. En el caso que nos ocupa, el mercado en el que se produce esta negociación no es único, ya que, como se ha indicado antes, los distintos emisores han optado por diferentes mercados organizados para que la misma se lleve a cabo. Los valores a medio y largo plazo de las CCAA se negocian en general en la Central de anotaciones en cuenta, si bien en algunos casos se ha optado por una bolsa de valores. Los valores a estos plazos de las CCLL se negocian en el mercado AIAF. Por su parte, en los valores a corto plazo (y centrándonos en los años más recientes), las comunidades emisoras de pagarés (Andalucía, Cataluña, Madrid y Valencia) se han decantado bien por la Central de anotaciones en cuenta (es el caso de Andalucía y de Madrid durante los ejercicios en los que realizó emisiones de pagarés) o por la bolsa ubicada en su respectiva comunidad (Cataluña y Valencia²⁴).

En el caso de la deuda inscrita en la Central de anotaciones, la ventaja fundamental de esta opción estribaba en que, como ya se ha indicado, los valores podían aprovechar los sistemas de emisión, liquidación y compensación gestionados por el Banco de España, lo que proporcionaba una elevada seguridad en las transacciones, así como la posibilidad de llevar a cabo todas las operaciones previstas en la Central, tanto entre los titulares de cuenta como entre las entidades gestoras y los agentes que no son miembros del mercado.

Con respecto a los valores anotados en las bolsas, se acogían a los sistemas de compensación y liquidación de las mismas, lo que en el pasado permitía la conexión con otros sistemas tanto nacionales como del exterior. No obstante, al no estar incluidos en la Central de anotaciones, en principio no podían ser utilizados como colateral para las operaciones con el Banco de España, a no ser que existiera, como sucedía con la Generalitat de Cataluña, un convenio en este sentido con el banco emisor. No obstante, esta separación de los sistemas de liquidación según los valores se negociasen en las bolsas o en el mercado de deuda pública anotada, ha desaparecido ya que, desde la creación de IBERCLEAR, esta sociedad se encargó de unificar los sistemas de liquidación de la renta fija negociada en el mercado de deuda pública, en el mercado AIAF y en las bolsas de valores, empleando para ello los procedimientos técnicos de la Central de anotaciones del Banco de España.

En los cuadros 8 y 9 aparece la negociación de la deuda autonómica en la Central de anotaciones en cuenta. Éstos datos permiten apreciar que en el mercado secundario la negociación de bonos y obligaciones es mucho más importante que la

²⁴ Como ya se ha indicado, los valores emitidos por la Generalitat valenciana se han incluido desde 1998 para su negociación en la Central de anotaciones, si bien mantienen también valores en la bolsa de Valencia. No obstante, el programa de pagarés no se había incorporado a la Central y estos títulos se negocian únicamente en la bolsa autonómica.

de los pagarés. Sin embargo, su volumen es mucho más reducido que el registrado en el segmento de deuda estatal, fenómeno lógico dado que el volumen de emisiones de las CCAA es muy inferior al del Estado. También es evidente en estos datos que las operaciones entre titulares son poco elevadas, concentrándose las operaciones en las realizadas entre gestoras y terceros; se trata por tanto de la comercialización de estos valores entre los terceros no miembros del mercado. En cuanto a la modalidad, las operaciones entre titulares son sobre todo al contado²⁵ y las de gestoras con terceros revisten la forma de *repos*.

Cuadro 8. Mercado secundario de bonos y obligaciones emitidos por las comunidades autónomas incluidos en la central de anotaciones
(Importes en millones de euros)

Años	Conjunto del mercado	Entre titulares				Gestoras con terceros					
		Total	Contado	Plazo	<i>Repos</i>	Simul-táneas	Total	Contado	Plazo	<i>Repos</i>	Simul-táneas
1996	44.084	16.702	6.287	823	6	9.586	27.382	8.558	823	15.266	2.735
1997	26.787	6.948	1.563	84	18	5.283	19.839	1.857	343	15.314	2.326
1998	44.150	7.663	944	78	78	6.563	36.487	2.152	307	29.978	4.051
1999	53.602	1571	748	42	3	778	52031	2.365	237	49.060	369
2000	40.169	878	630	15		233	39.291	2.620	6	36.537	128

Fuente: Banco de España (varios años), *Central de anotaciones en cuenta. Memoria*.

Como se aprecia en el cuadro 8, la negociación de bonos y obligaciones ha experimentado un retroceso en el año 2000. Por otra parte, en general, en todos los ejercicios los tipos de interés de las operaciones han sido similares a los existentes en el mercado secundario de deuda emitida por el Estado y, además, han presentado un diferencial positivo, aunque no muy elevado, con respecto a aquéllas; por último, como una gran parte de las operaciones con terceros tienen un tamaño elevado (superior a los 100 millones de ptas.), se configura un mercado en el que estos agentes que no son miembros del mercado tienen un poder negociador elevado y pueden tener acceso a unas rentabilidades similares a las acordadas en las operaciones realizadas entre los miembros del mercado.

Sobre los valores a corto plazo, pagarés de las CCAA, se dispone de los datos sobre su negociación en el mercado de anotaciones en cuenta (véase cuadro 9). Esta información, aunque escasa, creemos que sí es lo suficientemente significativa como

²⁵ Las operaciones al contado se realizan sobre todo con valores cuya vida residual supera los seis años, mientras que la negociación en forma de *repos* tiene en general un plazo de un día.

para conocer sus principales características. Así el primer aspecto destacable es la reducida negociación de estos valores si se compara con la de la deuda emitida por el Estado, pues su rotación media es inferior a la de la deuda del Estado²⁶. Además, como ya hemos indicado antes, la negociación con pagarés ocupa, dentro del total de estas operaciones, un lugar muy secundario si se la compara con la realizada con bonos y obligaciones²⁷.

Por otro lado, al igual que lo que sucede con los pagarés emitidos por las empresas no financieras, durante casi todos los ejercicios considerados las operaciones realizadas con los emitidos por las comunidades autónomas han sido simples²⁸ (no se han realizado operaciones dobles quizás por el corto plazo de algunas emisiones y por los costes que ello llevaba consigo), lo que indica que al menos una parte de ellas, son operaciones mediante las cuales se produce una redistribución de los valores adquiridos por algunas entidades en el mercado primario hacia sus tenedores finales²⁹. Reforzando esta idea, el segmento de operaciones más importante en la negociación es el de las realizadas entre las gestoras y sus clientes, las cuales, además, han sido hasta 1999 casi de forma exclusiva operaciones al contado. Todo esto parece indicar que una parte de las gestoras adquiere los valores en el mercado primario para poder venderlos luego a entidades que no pertenecen al mismo (como los fondos de inversión y otras entidades financieras que, como ya se ha comentado, constituyen una parte importante de los tenedores de estos valores). El último año incluido en el cuadro, 2000, presenta dos cambios sustanciales: a) incremento muy notable de la negociación; b) aumento de las operaciones dobles, *repos*, de las gestoras con terceros no miembros del mercado.

²⁶ Por ejemplo, considerando todos los valores, en 1995 las operaciones al contado con deuda emitida por el Estado representaban casi 8 veces su saldo medio en circulación, mientras que en el caso de la deuda no estatal, el número de operaciones era 0,9 veces su saldo medio en circulación.

²⁷ Aproximadamente, del total de las operaciones realizadas en la Central dentro del segmento de deuda no estatal, el 98% corresponde a bonos y obligaciones y el 2% a pagarés, lo cual indica que la negociación con estos últimos es todavía más reducida que la de los bonos y obligaciones pues tomando el saldo vivo total de este tipo de deuda, el de los pagarés supera este porcentaje del 2%.

²⁸ Quizás esto explique la escasa negociación relativa de pagarés frente a la de deuda a medio y largo plazo, pues en ésta la mayor parte de las operaciones del mercado secundario son dobles.

²⁹ Probablemente este sea el caso de una parte importante de las operaciones realizadas entre las entidades gestoras y los terceros que no son miembros del mercado hasta 1999.

Cuadro 9. Negociación en el mercado secundario de pagarés emitidos por las comunidades autónomas incluidos en la central de anotaciones
(Importes en millones de euros)

Fecha	Conjunto del mercado			Entre titulares			Gestoras con terceros			
	Total	Simples	Repos	Total	Simples		Total	Simples		Repos
					Contado	Plazo		Contado	Plazo	
1996	847	847	—	282	264	18	565	535	30	—
1997	487	487	—	138	138	—	349	349		—
1998	589	589	—	126	126	—	463	463		—
1999	590	590	20	30	30	—	560	540		20
2000	3.232	528	2.704	70	70	—	3.162	458		2.704

Fuente: Banco de España (varios años), “Endeudamiento de las administraciones territoriales”, *Boletín económico* y Banco de España (varios años), *Central de anotaciones en cuenta. Memoria*.

En cuanto a las operaciones entre las entidades miembros del mercado (titulares de cuenta), además de suponer una parte de la negociación más reducida que la anterior, han ido disminuyendo en su importancia en los años aquí considerados³⁰. Al igual que se comentaba antes, una parte de estas operaciones también se realizan como una forma de redistribuir los valores adquiridos en el mercado primario; además, probablemente también haya otra parte de las mismas que obedezcan al deseo de realizar una determinada inversión o deshacerse de ella (según se adopte el punto de vista del comprador o del vendedor).

Los otros mercados secundarios de los valores emitidos por las AATT son las bolsas de valores y el mercado AIAF. En las bolsas de valores se negocian la deuda de la Generalitat de Cataluña (bolsa de Barcelona), la deuda del País Vasco (bolsa de Bilbao), la deuda de la Comunidad de Valencia (bolsa de Valencia) y algunos valores emitidos por las corporaciones locales, por ejemplo los del Ayuntamiento de Sevilla que se negocian en la bolsa de Madrid. En el mercado AIAF están admitidas a negociación las emisiones del Ayuntamiento de Madrid, del de Barcelona, de varios Cabildos insulares y de la Diputación Foral de Guipúzcoa.

La información del cuadro 10 permite apreciar el escaso volumen de contratación de estos valores, sobre todo si lo comparamos con la negociación de la Central de anotaciones en cuenta. Sin embargo, los valores que tienen una relativa importancia son los emitidos por la comunidad autónoma catalana que comprenden 68 referencias, cuya negociación ascendió en 2001 a 50.492 millones de euros. El procedimiento de negociación de estos valores coincide en su mayor parte con los de la

³⁰ En 1996 suponían la tercera parte de las operaciones realizadas, en 1998 el porcentaje que representaban respecto al total era el 21,4% y en 2000, este tanto por ciento había descendido a tan sólo el 2,17%.

Central de anotaciones en cuenta, habiendo alcanzado un notable grado de madurez. De lo anterior se deduce, que la negociación de los restantes valores alcanza unas mínimas cifras.

Cuadro 10. Negociación de valores de las administraciones territoriales en las bolsas de valores y en el mercado AIAF
(Importes nominales en millones de euros)

Fecha	Negociación en las bolsas		Negociación en el mercado AIAF			
	Comunidades autónomas	Corporaciones locales	Ayuntamientos		Cabildos	
			Madrid	Barcelona	Gran Canaria	Tenerife
1996	18.614,6	61,0				
1997	28.783,7	18,4				
1998	50.651,2	147,0				
1999	42.076,3	127,6	23,1	171,6	3,0	6,3
2000	38.297,5	21,7	7,8	26,6	0,9	2,1
2001	54.659,8	152,3	317,8	17,0	3,4	3,8

Fuente: CNMV (2002), *Informe anual sobre los mercados de valores 2001*, p. 195; AIAF (2002), *Estadísticas de negociación por emisores*, información extraída de la página del mercado AIAF en Internet: <http://www.aiaf-ecm.com> y elaboración propia

VII. El endeudamiento de las administraciones territoriales: problemática y pautas de actuación

El endeudamiento de las administraciones territoriales españolas ha seguido una evolución dispar, como consecuencia de las distintas características de CCAA y CCLL. En el caso de las CCAA (que cuantitativamente es el más importante), su evolución creciente y la obligación de reducir la necesidad de financiación de las administraciones públicas en términos del PIB, para acceder a la última fase de la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM), hicieron necesario completar las medidas del artículo 14 de la LOFCA con otros instrumentos más operativos: los escenarios de consolidación presupuestaria. En ellos el Gobierno central pactaba bilateralmente el endeudamiento máximo correspondiente a cada comunidad; dentro del límite pactado la autorización estatal para las operaciones de crédito que lo requerían era automática.

La puesta en marcha de estos escenarios supuso un punto de inflexión en la evolución del endeudamiento autonómico, al lograr una reducción de la tasa de variación de la deuda autonómica, a pesar de que el sistema de financiación de las CCAA del quinquenio 1992-1996 seguía careciendo de autonomía financiera, y que en este mismo periodo siguió aumentando el gasto autonómico como consecuencia de nue-

vos traspasos de competencias. El grado de cumplimiento de los diferentes escenarios de consolidación presupuestaria por parte de las CCAA se ha calificado, en general, como de positivo, si bien se siguen detectando problemas generales que afectan al sistema, tales como: a) la falta de garantías para frenar el endeudamiento en ciertas comunidades; b) la ausencia de criterios objetivos para fijar la distribución de los topes de endeudamiento entre las distintas CCAA; y c) la forma de revisar los escenarios por parte de las comunidades que los han incumplido para hacer coincidir a posteriori la deuda real con el objetivo³¹.

Cabe recordar que, exceptuando el endeudamiento a corto plazo cuya finalidad es cubrir los desfases de tesorería, el endeudamiento autonómico a largo plazo tiene como destino la financiación de los gastos de capital. Esta afectación de la deuda a la inversión está justificada desde el punto de vista de la equidad intergeneracional, que implica que los futuros beneficiarios sean quienes soporten una parte del coste de la inversión. Sin embargo, tal y como la evidencia empírica y algunos autores han puesto de manifiesto³² este criterio ha sido incumplido en varias ocasiones. El gasto autonómico ha crecido como consecuencia de los traspasos de competencias o de la mejora en la prestación de los servicios públicos, y dicho gasto se ha financiado mediante endeudamiento, en vez de con ingresos no financieros.

Esto pone de manifiesto una de las posibles causas del endeudamiento autonómico, la falta de corresponsabilidad fiscal del sistema de financiación de las CCAA. Esta falta de corresponsabilidad se ha traducido en una excesiva dependencia de las transferencias del Estado como principal recurso financiero de las CCAA, al menos hasta 1997. El escaso margen que las CCAA han tenido, desde su creación hasta 1997, para crear tributos propios, establecer recargos sobre los tributos estatales, o la nula capacidad normativa sobre los tributos cedidos, justificarían la creciente apelación al crédito como fuente de financiación. Por otra parte, no hay que olvidar que la financiación crediticia es siempre más atractiva desde el punto de vista político, al trasladar los costes hacia el futuro.

En consecuencia, la principal crítica que se puede realizar a las CCAA en relación con los niveles que ha alcanzado su endeudamiento estriba, no tanto en el volumen del mismo, sino en la finalidad para la que se ha acometido, la cual ha sido, en ocasiones, diferente (por motivos quizás justificados en las deficiencias presentadas por el sistema de financiación) de la inicialmente prevista.³³ Por otra parte, como en cualquier otro caso, lo razonable es que se produzca una cierta diversificación en cuanto a las fuentes de recursos empleadas, lo cual sí que se ha producido, ya que, en

³¹ X. Álvarez, C. Monasterio y J. Suárez (1998), p. 57

³² Véase C. Monasterio y J. Suárez, (1993).

³³ Evidentemente, la situación de todas las CCAA no es la misma puesto que hay algunas que presentan un endeudamiento muy elevado en términos absolutos y relativos, mientras que en otras los niveles de deuda son relativamente reducidos (véase al respecto M. C. López y A. de los Ríos (2002)).

mayor o menor medida, las diferentes comunidades autónomas han acudido a casi todas las alternativas de las que disponían.

En el caso de las corporaciones locales, su déficit fue especialmente preocupante entre 1979 y 1988. En este periodo la administración central llevó a cabo varias medidas con la finalidad de reducir dicho déficit, cuyo origen se explica por las insuficiencias del sistema de financiación local para atender a los crecientes gastos de este nivel de gobierno. Las mayores necesidades de financiación de las CCLL trajeron consigo el crecimiento del endeudamiento local. X. Álvarez, C. Monasterio y J. Suárez³⁴ señalan cuatro causas principales que explicarían la apelación al crédito por parte de las CCLL: a) el hecho de que el nivel competencial de los gobiernos locales sea abierto e impreciso (esta indefinición de los límites del gasto local ha dado lugar a un aumento del mismo que ha sido financiado con endeudamiento); b) la financiación del gasto mediante endeudamiento es más atractiva desde el punto de vista político al generar ilusión fiscal (el ciudadano percibe los beneficios del gasto pero no el coste de su financiación); c) la incidencia del ciclo político electoral; y d) la equidad intergeneracional justifica la financiación del gasto de capital con recursos a largo plazo.

La situación de déficit creciente comentada se corrige a partir de la entrada en vigor en 1988 de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales. Tanto los diversos autores que han tratado el tema como los datos efectivos coinciden en que a partir de la puesta en marcha de dicha Ley el déficit de las CCLL comenzó su desaceleración hasta el punto de que en los últimos años este nivel de gobierno no presenta déficit. No obstante, y como se ha comprobado a lo largo de este trabajo, las corporaciones locales han seguido endeudándose diversificando muy poco sus fuentes de recursos: acuden sobre todo a la financiación de las entidades de crédito y, a diferencia de las CCAA, a la financiación de proveedores, en forma de créditos comerciales y anticipos³⁵.

La reducida importancia relativa de la apelación directa a los mercados de valores por parte de las CCLL es un fenómeno que no se presenta en los restantes niveles de las AAPP, ya que tanto el Estado como las comunidades autónomas obtienen una proporción significativa de sus recursos mediante la emisión de valores; incluso en otros países (como Estados Unidos) también existe un mercado de bonos emitidos por la administración local con el objeto de financiar sus inversiones de cierta importancia cuantitativa.

Esto pone de manifiesto las dificultades a las que se enfrentan las CCLL, así como una cierta reticencia por parte de estas mismas administraciones a emplear

³⁴ X. Álvarez, C. Monasterio y J. Suárez, (1998), pp. 76.

³⁵ Esto puede explicar que estas entidades no diversifiquen sus fuentes de fondos, ya que, al menos en parte, no les resulta necesario, pues éstos, en una proporción relativamente importante, proceden de las mismas empresas que les proporcionan bienes y servicios (frente a las que, además, presentan una cierta posición de dominio que les permite practicar esta política).

esta fuente de recursos. Resumiendo mucho, existen varias causas que pueden explicar esta situación, entre las que destacan³⁶: a) la falta de normas oportunas que permitan equiparar realmente las emisiones locales a las autonómicas o del Estado³⁷; b) el desconocimiento de la realidad local en términos financieros, tanto por la falta de información actualizada y precisa sobre las finanzas locales, como por la ausencia de un análisis profundo acerca de las mismas³⁸; c) la falta de cualificación por parte de los equipos técnicos que deberían acometer los procesos de emisión; y d) la rigidez en la adaptación de normas y convenciones vigentes en otros países a la realidad española por parte de las entidades financieras, lo que ha dificultado las emisiones al añadir exigencias que no tenían encaje en nuestro ordenamiento.

En definitiva, en el caso de las corporaciones locales, si bien el nivel alcanzado por el endeudamiento no puede calificarse de preocupante, quizás sí que lo sea la excesiva concentración de la financiación en los fondos procedentes de las entidades de crédito y de los proveedores. Quizás esto pueda estar justificado en algunos casos (especialmente en las entidades de menor tamaño), pero no en los restantes, por lo que sería necesario arbitrar las reformas que facilitasen el empleo de las emisiones de valores por parte de las mismas.

VIII. Resumen y conclusiones

- a. La emisión de valores por parte de las CCAA y de las CCLL es una forma de obtener recursos con los que cubrir las posibles necesidades de los mismos. Sin embargo, la regulación legal sobre la financiación de las administraciones territoriales ha establecido una serie de requisitos y procedimientos para su puesta en circulación que limitan en parte la utilización de esta fuente de fondos con el objetivo común de preservar en cierta medida el equilibrio financiero de estas entidades.
- b. La aprobación de la ley de estabilidad presupuestaria ha venido a imponer nuevas limitaciones al endeudamiento de los entes territoriales, pues aunque no limita directamente la emisión de deuda o el recurso al crédito de estas administraciones, sí que se les impone el equilibrio presupuestario, condicionando

³⁶ Un completo análisis de las mismas puede encontrarse en R. Buenaventura (2002), pp. 200-202.

³⁷ Se dio un primer paso en este sentido al reducir la ponderación a efectos del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito para los valores emitidos por las CCLL, igualándola a la recibida por las emisiones realizadas por las CCAA. No obstante, quedan aún pendientes cuestiones concretas que permitan a las corporaciones locales emitir valores de forma razonablemente cómoda.

³⁸ Esto ha hecho que se generalice la idea de que las corporaciones locales son prestatarios poco sólidos, cuya solvencia no está garantizada y con niveles de riesgo elevados, lo cual, en los casos en los que se ha producido la calificación crediticia mediante las agencias de *rating*, ha resultado no ser cierto (las calificaciones obtenidas han sido muy elevadas, alcanzándose niveles muy próximos a los del Reino de España). Aunque, como es lógico, estos resultados no tienen por qué ser idénticos en todos los casos, la generalidad de estas administraciones presenta niveles de riesgo muy reducidos.

- la autorización que requieren la emisión de valores y el endeudamiento en moneda extranjera al cumplimiento de dicho objetivo.
- c. Los valores emitidos por las CCAA y las CCLL tienen en la actualidad la consideración de deuda pública. Ello supone que, tras las reformas realizadas en la normativa sobre los mercados de valores, los requisitos que deben cumplir las AATT para poder realizar las emisiones no sean tan amplios como los que afectan a otros agentes; también es posible que, si así lo desean, los valores se puedan incluir para su posterior negociación en el mercado de deuda pública anotada, junto con los emitidos por el Estado. Esto puede redundar en la consolidación tanto del mercado primario, como del mercado secundario.
 - d. Durante el período analizado, se ha observado que el recurso al mercado de valores por parte de las AATT ha sido variable, existiendo, no obstante, una tendencia a descender las emisiones netas a medio y largo plazo, tanto en pesetas-euros, como en moneda extranjera. Respecto a los saldos de estos valores, casi todas las CCAA (catorce) han emitido a medio y largo plazo, si bien su importancia, en cuanto emisores, es bastante variable; destacan por orden de importancia: Cataluña, Andalucía, Comunidad Valencia, Galicia y Madrid.
 - e. En las CCLL sólo emiten valores a medio y largo plazo las capitales de provincia de mayor dimensión, las Diputaciones Forales y los Consejos y Cabildos Insulares. Estos valores, por tanto, son utilizados por un número muy reducido de agentes que además emiten con frecuencia en moneda extranjera.
 - f. La ley de estabilidad presupuestaria podría tener serias repercusiones sobre los niveles de inversión de algunos gobiernos territoriales, que sólo podrían acometer gastos de capital con el ahorro generado por el nuevo sistema de financiación. Éste, a su vez va a depender de los recursos que dicho sistema les proporcione y del esfuerzo que realicen en la contención de su gasto. Para las CCLL, no es posible establecer conclusiones a priori, pues por ejemplo, aún está por definir la reforma de su sistema de financiación, así como las transferencias de competencias desde las CCAA dentro del Pacto Local.

IX. Bibliografía y fuentes de información

Banco de España (varios años), *Boletín estadístico*

Banco de España (varios años), *Cuentas financieras de la economía española*

Banco de España (varios años), *Informe anual*

Banco de España (varios años), *Memoria de la Central de anotaciones en cuenta*

Banco de España (varios años), "Endeudamiento de las administraciones territoriales", *Boletín económico*.

Banco de España (2002), "El nuevo marco de actuación de las Comunidades Autónomas en España", *Boletín Económico*, enero, pp. 61-69.

Boletín Oficial de la Junta de Andalucía, varios números

- CNMV (varios años), *Informe anual sobre los mercados de valores*, Madrid, ed. CNMV
- ÁLVAREZ, X., MONASTERIO, C. y SUÁREZ, J. (1998), *Déficit y endeudamiento de las haciendas territoriales españolas*, Santiago de Compostela, Ed. Fundación Caixa Galicia.
- AZPIAZU URIARTE, P. (2001), “Algunas ideas sobre los proyectos de estabilidad presupuestaria”, *Análisis local*, núm. 36.
- BUENAVENTURA, R. (2002), “El endeudamiento local”, *Papeles de economía española*, núm. 92, pp. 199-203
- CÁMARA, R. (2001), “De la disciplina presupuestaria a la estabilidad presupuestaria”, *Análisis local*, núm. 36.
- EZQUIAGA, I. (1998), “Endeudamiento público al inicio de la UME”, *Cuadernos de Información Económica*, núms. 140-141, pp. 178-185.
- EZQUIAGA, I. y FERRERO, A. (1999), *El mercado español de deuda pública en euros*, Madrid, Ed. Escuela de Finanzas Aplicadas.
- EZQUIAGA, I. y GARCÍA, F. (2001), “Financiación autonómica y deuda: claves para la negociación”, *Cuadernos de Información Económica*, núm. 161, pp. 142-149.
- GARCÍA, L. Y JANNONE, N. (1999), *La deuda autonómica en los mercados de capitales*, Madrid, Ed. Civitas
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (2001), *Costes y beneficios de la disciplina fiscal: la Ley de Estabilidad Presupuestaria en perspectiva*, Madrid, IEF .
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.M. (2001), “De los Presupuestos para 2002 a la Ley de Estabilidad Presupuestaria”, *Cuadernos de Información Económica*, núm. 165, pp. 1-14.
- LÓPEZ MARTÍN, M^a C. (2001), *La creación de los mercados monetarios españoles. Formación y futuro*, tesis doctoral, Córdoba.
- LÓPEZ MARTÍN, M^a C. y DE LOS RÍOS, A. (2002), “Estabilidad presupuestaria y endeudamiento autonómico”, *Presupuesto y gasto público*, nº 30, pp. 143-164.
- MONASTERIO, C. y SUÁREZ, J. (1996), *Manual de hacienda autonómica y local*, Barcelona, Ed. Ariel.
- Ley 18/2001, de 12 de diciembre, General de Estabilidad Presupuestaria, (BOE, 13 de diciembre 2001).
- Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria a la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, (BOE, 14 de diciembre de 2001).

Resumen

El endeudamiento de las administraciones públicas viene interesando por su relación con el saldo presupuestario y su influencia en los mercados financieros, además de las limitaciones en el porcentaje de deuda pública sobre PIB.

Puesto que las administraciones territoriales se han estudiado menos en este aspecto, en este artículo se plantean sus formas de financiación, especialmente la emisión de valores, analizando el comportamiento de corporaciones locales (CCLL) y comunidades autónomas (CCAA). Igualmente, se examinan los mercados secundarios de estos instrumentos y se consideran otros aspectos como las limitaciones al endeudamiento, los tipos de interés y otras condiciones de las emisiones, etc.

Palabras clave: Administraciones territoriales; España; endeudamiento; valores.

Summary

Government debt is of interest due to its relation to the budgetary balance and its impact on the financial markets, as well as the constraints on the percentage of public debt over the GDP.

As research on the regional governments is lacking in this respect, this article covers different forms of financing, especially share issues, analysing the behaviour of local and regional governments. The secondary markets of said authorities are also examined and other aspects such as debt constraints, interest rates and other issue conditions etc. are considered.

Key words: Regional governments; Spain; debt; shares.