

La deuda pública en las comunidades autónomas

Rogelio Velasco Pérez

*Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico
Facultad de CC. Económicas y Empresariales
Universidad de Granada*

1. Introducción

Como es conocido, la actividad financiera de empresas y entes públicos de distinta naturaleza, se lleva a cabo utilizando recursos propios y recursos ajenos. En el caso de las Administraciones Públicas de distinto nivel, los recursos propios están constituidos, fundamentalmente, por los tributos propios o cedidos que detentan en el ámbito de sus respectivas competencias. Cuando estos recursos no son suficientes para atender los compromisos de gastos corrientes y de inversión, las AA.PP. acuden a los mercados de capitales a corto o largo plazo para financiar sus políticas de gasto.

La obtención de financiación a largo plazo, requiere la emisión de títulos de renta fija y su colocación en el mercado de capitales. La adquisición de los títulos por los inversores depende, en buena medida, del conocimiento que el mercado tenga de la situación financiera de los emisores. Esta situación resulta de todo punto imposible de conocer para los inversores particulares e in-

cluso para los inversores institucionales, cuando se trata de ofertar los títulos en los mercados internacionales, dada la diversidad de instituciones públicas existentes, el riesgo de tipo de cambio y las dificultades para conocer la situación interna real de cada una ellas.

2. Calificación, prima de riesgo y tipo de interés

En este contexto, las agencias de *rating* cumplen el papel de otorgar un calificación a las emisiones de las AA.PP. que acuden al mercado para su financiación, permitiendo, de esta forma, que los inversores potenciales conozcan la rentabilidad ajustada por el riesgo de los títulos que adquieren; esto es, en el tipo de interés de los títulos está incorporada una prima por riesgo que representa la solvencia a largo plazo de la Hacienda de la correspondiente Administración.

La correspondencia entre el tipo de interés (con prima de riesgo) de las emisiones y la solvencia a largo

plazo de los emisores, se establece a través del *rating*, de manera que a mejor *rating* tanto menor será el tipo de interés de la emisión, y viceversa. De esta forma, las agencias de *rating* ofrecen una clasificación estandarizada de las emisiones de títulos a nivel mundial, no importando que el emisor sea japonés o colombiano, público o privado, puesto que el nivel de riesgo relativo estará recogido en el *rating* concedido.

Mediante esta vía, la concesión de una calificación facilita la colocación de los títulos en el mercado de capitales entre los inversores internacionales, puesto que pueden comparar el riesgo relativo, a través de la calificación otorgada, con el riesgo medio de su cartera y, además, dicho nivel de riesgo con el tipo de interés de la emisión.

Las dos agencias de calificación con mayor presencia en el mercado internacional y en España, son Moody's y Standard and Poor's. Los *ratings* máximos que conceden ambas agencias para todo tipo de emisores son Aaa y AAA, respectivamente. El Reino de España tiene

concedido la segunda calificación, Aa2 y AA, lo que limita el *rating* de las Comunidades Autónomas.

En el cuadro 1 podemos ver la calificación actual de las CC.AA. a las que les ha sido otorgada, apareciendo entre paréntesis el año inicial de la calificación, o el último año en el que ésta fue confirmada, cuando se dispone de dicha información.

CANARIAS	AA(97)	
CAS.LEON		Aa3(96)
CATALUÑA	AA-95	A1(96)
MADRID	AA-(96)	A1(92)
MURCIA		A1 (98)
P.VASCO	AA(98)	Aa2(96)
C.A.VALENCIA	AA-(98)	Aa3(97)

La distinta nomenclatura que utilizan ambas agencias, llevan a una cierta confusión. Podemos establecer la siguiente equivalencia de las nomenclaturas utilizadas por Moody's y Standard and Poor's (Moore, 1992), para los casos que comprenden a todas las CC.AA.:

Moody's	Standard & Poor's
Aa2	AA
Aa3	AA-
A1	A+
A2	A

Esta equivalencia no implica, necesariamente, que una Comunidad Autónoma calificada por ambas agencias posea un *rating* equivalente para ambas. Como podemos observar en el cuadro 1, Andalucía, *vr.gr.*, tiene otorgada una calificación Aa3 por Moody's y A+ por Standard & Poor's, mientras que Cataluña presenta A1 y AA-. No existen, en estos casos, equivalencia entre las calificaciones de ambas agencias y, además, ambas CC.AA. tienen alte-

La importancia de la calificación que las agencias de rating otorgan a la CC.AA. estriba en la mayor o menor aceptación por el mercado de capitales de las emisiones de deuda

rado el orden de la calificación. La comparación entre ambas clasificaciones debe entenderse, pues, más como un orden de magnitud que como una igualdad entre ambas.

3. Valoración de las comunidades autónomas españolas

En otros trabajos anteriores (Auriolles, Pajuelo y Velasco, 1996, 1999), hemos abordado el problema de la valoración de la deuda autonómica utilizando complejas técnicas estadísticas para resolver el siguiente problema. Las agencias de calificación no hacen público el modelo de valoración que utilizan para calificar empresas, estados soberanos o Comunidades Autónomas. ¿Por qué otorgan una calificación más alta al País Vasco que a Cataluña?. ¿Por qué la Comunidad Valenciana tiene la misma que Andalucía?, etc. Al lector interesado remitimos a los trabajos mencionados más arriba, para conocer con precisión las técnicas estadísticas utilizadas y los resultados obteni-

dos. Nos limitaremos ahora a realizar una descripción no técnica del proceso y a destacar los resultados más relevantes.

Hemos elegido una serie de variables que, en conjunto, ofrecen un panorama preciso de la situación y evolución hacendística de cada una de las CC.AA., así como otras variables que caracterizan la situación productiva y económica de cada una de ellas. Las variables del primer tipo son:

- Superávit o déficit/ingresos corrientes
- Tasa anual de crecimiento de ingresos corrientes
- Tasa anual de crecimiento de gastos corrientes
- Deuda/PIB
- (Deuda - ingresos corrientes)/PIB
- Ingresos propios/ingresos totales

Aunque tienen un carácter fundamentalmente hacendístico, la cuarta y quinta variables se refieren al Producto Interior Bruto de la región, por lo que se ponen en relación con la riqueza generada por cada una ellas.

Respecto de las variables que caracterizan la situación económica y productiva, son las siguientes:

- VAB por habitante de la C.A. en relación a la media nacional
- Aportación del sector primario al PIB regional
- Aportación del sector industrial al PIB regional
- Aportación del sector construcción al PIB regional
- Aportación del sector servicios al PIB regional

En conjunto, las variables anteriores nos ofrecen un perfil del gra-

do de diversificación productiva de cada una de las CC.AA., así como de la riqueza relativa respecto de la media nacional.

Como hemos comentado antes, las agencias de calificación no explicitan el modelo de valoración que utilizan⁽¹⁾. Utilizando análisis multivariante con las variables antes definidas desde 1989 hasta 1996, hemos podido asignar un *rating* igual para los 80 casos (10 CC.AA. y 8 años) que la agencia Moody's y la casi totalidad para la agencia Standard and Poor's (que está siendo mejorado en un trabajo en curso).

La robustez estadística de los resultados obtenidos, nos permite señalar las variables más importantes para la calificación de las distintas CC.AA.. Las cuatro variables que aparecen como más importantes son:

VAR5: (Deuda-ingresos corrientes/PIB)

VAR11: ingresos propios/ingresos totales

VAR6: VAB per cápita de la C.A. en relación a la media nacional

VAR1: superávit o déficit/ingresos corrientes

Sólo una de las variables (VAR1) mide la gestión hacendística de la C.A con independencia de cualquier otra circunstancia, mientras que la VAR11 refleja, en buena medida, diferencias legales en cuanto a la capacidad de recaudar impuestos y las otras dos están relacionadas con el nivel o la capacidad de generación de riqueza de la Comunidad Autónoma.

4. Algunas conclusiones

La importancia de la calificación que las agencias de *rating* otorgan

a las CC.AA. estriba en la mayor o menor aceptación por el mercado de capitales de las emisiones de deuda. No sólo influye en el tipo de interés de las emisiones -cuanto mejor *rating* menor tipo de interés-, sino en la posibilidad misma de colocación de los títulos en el mercado.

En consecuencia, la actividad de las agencias afecta, de un lado, a los gastos financieros en que incurren las Haciendas Autonómicas y, de otro, a la posibilidad de que los planes de gasto que proyecten en el futuro puedan financiarse en el mercado de capitales.

La calificación concedida, es una medida de la capacidad de devolución, a largo plazo, de la deuda emitida por las CC.AA.. Por lo tanto, han de tenerse en cuenta no sólo aquellas variables que midan la gestión presupuestaria de las distintas haciendas sino, también, aquellas otras que ofrezcan un perfil de la capacidad de generación de renta y de recaudación de impuestos de los distintos territorios. En este sentido, los responsables de la política económica pueden controlar, a medio plazo, el estado de la Hacienda (deuda, gastos corrientes, etc.), pero existen variables que inciden sobre la capacidad de generación de riqueza del territorio que escapan completamente a su control.

El proceso de transferencia de competencias, el aumento del poder recaudatorio de la Hacienda y el crecimiento económico de los últimos años, han elevado el gasto relativo de las haciendas regionales por encima del nivel sostenible a largo plazo. Los compromisos internacionales de control del déficit representan una limitación adicional. En consecuencia, las Haciendas Regionales deberían calibrar ade-

cuadamente el endeudamiento en el futuro y mantener un ritmo de crecimiento adecuado -y un uso eficiente- del gasto de inversión en infraestructuras, educación e investigación, como mecanismos para romper algunas tendencias del pasado, clave siempre del presente y anuncio del futuro ■

Bibliografía

- AURIOLES, J., A.PAJUELO Y R.VELASCO(1996): "Valoración crediticia de la deuda de las Comunidades Autónomas Españolas: una aplicación del Análisis Discriminante", WP-EC 96-18, IVIE, Valencia.
- Id. (1999): "Deuda Autonómica y mercado de capitales", Fundación Argentaria-Fedea, Madrid.
- BANCO DE ESPAÑA (1993): *Boletín Estadístico*, noviembre.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. (1987), New York.
- MOORE, A.(1992): "Better a Low Rating than None at All", *Global Finance*, september.
- STANDARD & POOR'S (1990): *Municipal Finance Criteria*, New York.
- ID.(vv.aa.): *Credit Week*, New York.
- JEL Classification: H63, R50
- KeyworUs: Public Finance, Rating, Regional Economics
- Palabras Clave: Hacienda Pública, Rating, Economía Regional