

## I. RESUMEN EJECUTIVO

**La ratio de deuda sobre el PIB para el conjunto de las AAPP se situó en 99,8% al finalizar el segundo trimestre de 2017, prácticamente sin cambios respecto al primer trimestre del año.** Los datos publicados por el Banco de España para el segundo trimestre de 2017 así como la actualización de los resultados de la Contabilidad Nacional Trimestral por parte del Instituto Nacional de Estadística, sitúan la ratio de deuda sobre PIB para el conjunto de las Administraciones Públicas en el 99,8% (1137,85 MM €), 0,1 p.p. por debajo del dato registrado en el trimestre anterior. En términos interanuales, la deuda en circulación ha aumentado en 30,79 MM €, si bien la ratio de deuda sobre el PIB ha descendido 0,9 pp.

**Al desagregar la evolución de la deuda por subsectores, se observa que la disminución intertrimestral en la ratio de deuda del conjunto de Administración Central (AC) y Fondos de la Seguridad Social (FSS) ha sido compensada por un aumento en el subsector Comunidades Autónomas (CCAA), manteniéndose sin cambios en el caso de las Corporaciones Locales (CCLL).** En el segundo trimestre de 2017, el conjunto formado por la AC y los FSS alcanzó una ratio de deuda del 71,9% del PIB (819,53 MM €), 0,5 p.p. por debajo del último trimestre. Para el conjunto de las CCAA, la ratio de deuda ha superado por primera vez el 25% del PIB español (285,9 MM €), mientras que para el subsector CCLL no se han experimentado cambios sustanciales, manteniéndose la ratio en torno al 2,8% del PIB (32,41 MM €). En el caso de las CCAA, destacan los aumentos en la ratio de Cantabria, Extremadura y Murcia así como la disminución observada en Navarra y Asturias.

**A pesar de la revisión al alza del PIB en la contabilidad nacional y la mejoría vista en la ejecución presupuestaria, el escenario neutral de AIReF continúa proyectando que la consecución de los valores de referencia recogidos en la LOEPySF para el conjunto de las AAPP ocurra con posterioridad a 2030.** En el escenario neutral de deuda, AIReF proyecta una senda levemente decreciente, donde se retrasaría la consecución del valor de referencia del 60% del PIB para el conjunto de las AAPP por lo menos hasta 2035. A nivel de CCAA, las mejor situadas son Islas Canarias, Madrid y País Vasco, que alcanzarían un nivel cercano al valor de referencia establecido en la LOEPySF (13% de su PIB) dentro los próximos 5 años. Por el contrario, existen CCAA que no lograrían llegar al nivel de referencia en los próximos 30 años bajo los supuestos del escenario neutral (i.e. Cataluña, Comunitat Valenciana y Castilla-La Mancha). Solo el subsector CCLL ha sido capaz de alcanzar el valor de referencia ya en 2016. Como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, la imposibilidad fáctica de la DT1<sup>a</sup> llama a una revisión de la misma, de modo que prevea sendas exigentes, pero realistas, de convergencia a los niveles de referencia, en línea con lo previsto en el punto 4 de la DT1<sup>a</sup>. En este contexto, la calificación crediticia de la deuda del Tesoro español y de las CCAA se ha mantenido sin cambios con respecto al trimestre anterior.

**Alternativamente, el nivel de deuda en proporción a los ingresos corrientes obtenidos por cada subsector refleja una imagen muy similar con la excepción de Extremadura y Madrid.** Más allá del PIB, un indicador de referencia para valorar la sostenibilidad de los distintos subsectores consiste en la capacidad de generar ingresos que sirvan para hacer frente a los pasivos. En términos generales, los resultados de este indicador son robustos respecto a la ratio deuda sobre PIB, con una elevada correlación entre ambos. Sin embargo, cabe señalar los casos de Extremadura y Madrid, que destacan en sentidos opuestos. Por un lado, Extremadura se sitúa en una posición mucho más favorable al considerar los ingresos corrientes recibidos, mientras que Madrid destaca por su posición relativa en términos de producción. Para el conjunto de AC y FSS, desde comienzos de 2016 la deuda como porcentaje de los ingresos corrientes no disminuye del 400%, estando las CCAA y CCLL en una posición relativa mucho mejor (185% y 48% respectivamente en el segundo trimestre de 2017).

**En el medio plazo, la consecución de la senda prevista en la Actualización del Programa de Estabilidad 2017-2020 puede considerarse probable, mientras que en el largo plazo el análisis de sensibilidad realizado apunta a la existencia de riesgos para la sostenibilidad, especialmente de carácter macro-financiero: ya sea debido a un aumento de la prima de riesgo o a un menor crecimiento económico.** La probabilidad de alcanzar en 2017 una ratio de deuda PIB menor a la prevista en la Actualización del Programa de Estabilidad es muy alta. Sin embargo, la misma disminuye a medida que aumenta el horizonte temporal, siendo el riesgo de observar una ratio en 2020 superior a la prevista en la APE (y en los objetivos de deuda 2018-2020) de aproximadamente el 40%. Aunque el marco de reglas fiscales provee cierta certidumbre respecto del tono de la política fiscal en el largo plazo, cambios en otros factores de carácter macro-financiero aún pueden significar un riesgo para la sostenibilidad de la deuda. En este sentido, en el medio plazo (horizonte 2020) un incremento en la prima de riesgo de 200 p.b. implicaría un aumento en la carga de la deuda de aproximadamente 15 MM€, llegando a suponer en 2030 una diferencia de 17 p.p. en la ratio de deuda PIB, con respecto a la senda neutral. Si de manera simultánea el crecimiento del PIB nominal disminuyera (1 p.p. con respecto a la senda neutral), la ratio de deuda abandonaría su senda decreciente, estabilizándose en el entorno del 95% del PIB (26 p.p. por encima del escenario neutral en 2030), con serios riesgos para la sostenibilidad de la deuda.

**La desaceleración en el acceso a los mecanismos de financiación estatales parece estabilizarse, aunque se evidencia un comportamiento heterogéneo a nivel de CCAA.** Durante los últimos 4 meses la tasa interanual de crecimiento del stock los mecanismos de financiación a CCAA se ha mantenido en el orden del 16 al 20%, aunque con una leve tendencia a la baja. Sin embargo, este resultado enmascara comportamientos muy dispares a nivel regional. Por un lado, en Madrid y Asturias se ha experimentado una disminución neta de manera sostenida en dicho stock durante los últimos 5 trimestres (aunque de manera moderada en el primer caso). Lo anterior sugiere además un aumento en la capacidad de dichas comunidades para emitir deuda de largo plazo en el mercado, algo que también se ha visto en La Rioja en lo que va del año (Navarra y País Vasco nunca perdieron acceso al mercado de deuda de largo plazo). Por otro lado, la dificultad de volver al mercado de deuda parece contribuir a que en Cantabria, Illes Balears, Andalucía, Galicia, Castilla-La Mancha, Aragón, Islas

Canarias y Extremadura la proporción de mecanismos públicos aumente en términos intertrimestrales por encima del promedio del subsector CCAA. La dependencia del FLA en el caso de no tener acceso al mercado puede verse acentuada por el nivel y perfil de vencimientos de la deuda. Esto se hace evidente en el caso particular de Comunitat Valenciana, Cataluña y Castilla-La Mancha, cuya relación de necesidades de financiación a ingresos corrientes supera con creces a la media del subsector CCAA (mayor al 40% en los últimos dos casos). No obstante los riesgos anteriores, cabe destacar que los mecanismos públicos siguen suponiendo un factor atenuante en los costes de financiación efectiva para las CCAA, así como un suelo *de facto* en términos de calificación crediticia.

**Al finalizar el segundo trimestre del año, en el subsector CCLL el aumento la deuda neta de depósitos bancarios ha alcanzado el 1% del PIB.** Tras haber disminuido por debajo del 3% del PIB a finales de 2016, la ratio de deuda parece haberse estabilizado. Lo anterior se debe en parte a que casi la mitad de los importantes saldos primarios registrados por el subsector están siendo utilizados para incrementar los depósitos bancarios, en vez de amortizar deuda. Desde finales de 2012, los depósitos de las CCLL se han casi duplicado en términos del PIB, superando los 20 MM €. De esta manera, la deuda neta de activos financieros líquidos desciende hasta el 1% del PIB.

TABLA 1. DEUDA E INDICADORES DERIVADOS. AAPP, SUBSECTORES. Y DETALLE DE CCAA (% PIB)

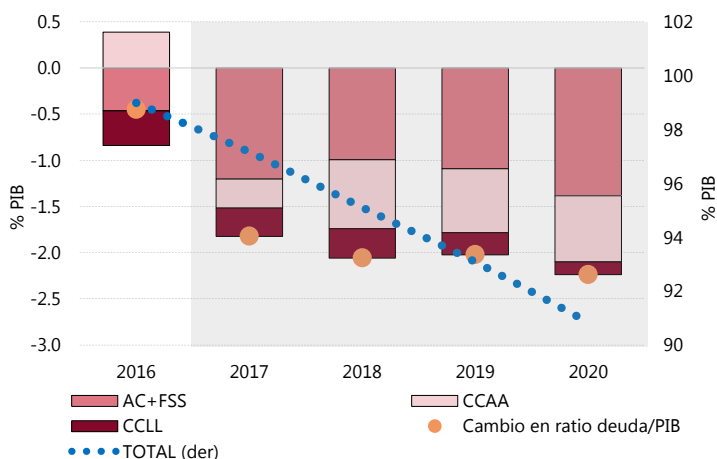
Deuda	2007	2013	2014	2015	2016	2017t1	Previsiones AireF				Días necesarios por persona para pagar la deuda <sup>3)</sup> 2017				Rating <sup>4)</sup>			Coste financiero 2017		FLA y resto mecanismos (% deuda)	Deuda per capita (€)	Deuda / ing. corr <sup>5)</sup> (%)	Nec. endeud. / ing. corr <sup>6)</sup> (%)	Indicador esfuerzo fiscal S1 <sup>7)</sup>
							2017	2018	2019	2020	2017 regional	2017 común	2017 total	Δ 07-17 total	Moody's	S&P	Fitch	Tipo Implícito	% PIB					
							2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020										
AAPP <sup>3)</sup>	35.5	95.5	100.4	99.4	99.0	99.8	97.2	95.1	93.1	90.8	-	-	-	-	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB- (4) ↔	2.4	2.5	-	24394	266.7	-	-
AC+FSS	27.1	70.8	73.7	71.8	71.3	71.9	70.1	69.1	68.1	66.7	-	-	-	-	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB- (4) ↔	2.7	2.1	-	-	400.3	-	-
CCLL	2.7	4.1	3.7	3.3	2.9	2.8	2.6	2.3	2.0	1.9	-	-	-	-	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB- (4) ↔	1.9	0.1	18.1	-	47.8	-	-
TOTAL CCAA <sup>2)</sup>	5.7	20.5	22.9	24.4	24.8	25.1	24.5	23.7	23.0	22.3	-	-	-	-	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB- (4) ↔	1.5	0.3	54.9	6139	185.6	25.9	-
ANDALUCÍA	4.8	17.8	21.2	22.0	22.4	22.3	22.2	21.4	20.8	20.2	81	363	444	285	Baa3 (4) ↔	BBB (4) ↔	BBB- (4) ↔	1.2	0.3	70.8	4067	137.4	25.6	0.0
ARAGÓN	3.4	16.5	18.4	20.6	21.6	22.1	21.8	21.5	21.6	22.0	79	244	324	212	Baa3 (4) ↔	BBB- (4) ↔	BBB- (4) ↔	2.0	0.4	36.0	5936	173.4	22.2	0.2
P. DE ASTURIAS	3.2	14.8	16.9	18.2	18.9	19.7	18.8	18.3	18.4	18.4	69	306	374	243	Baa3 (4) ↔	BBB (4) ↔	BBB (4) ↔	1.1	0.2	32.7	4101	116.0	16.4	-0.1
ILLES BALEARS	6.9	27.0	29.7	30.6	30.1	30.7	28.9	27.1	25.8	24.1	105	255	360	233	Baa3 (4) ↔	BBB (4) ↔	BBB (4) ↔	1.1	0.3	69.5	7548	199.5	22.8	0.2
CANARIAS	3.7	13.4	15.2	16.3	16.3	16.7	15.4	14.3	13.0	11.5	56	322	378	241	Baa3 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB (4) ↔	1.1	0.2	68.0	3195	104.7	7.6	-0.4
CANTABRIA	3.4	18.5	20.3	21.9	23.0	23.7	23.4	22.9	23.0	23.0	85	299	384	256	Baa3 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB (4) ↔	1.4	0.3	68.0	5213	137.2	20.7	0.2
CASTILLA Y LEÓN	3.4	16.4	18.0	19.7	20.4	20.1	20.2	19.9	20.0	20.1	74	282	356	226	Baa2 (4) ↔	BBB (4) ↔	BBB- (4) ↔	1.8	0.4	18.0	4779	138.9	12.2	0.0
CASTILLA-LA MANCHA	4.7	31.0	36.0	36.3	37.0	36.6	36.8	36.0	35.6	35.3	134	347	482	330	Ba2 (5) ↔	BBB- (4) ↔	BBB- (4) ↔	1.3	0.5	71.0	7057	235.8	32.2	1.0
CATALUÑA	7.8	30.1	32.8	35.6	35.4	35.4	35.0	33.9	32.8	31.7	128	223	351	230	Ba3 (5) ↔	B+ (6) ↔	BB (5) ↔	1.5	0.5	68.4	10435	274.4	43.2	0.7
EXTREMADURA	4.5	15.7	18.6	20.7	22.9	23.9	23.0	22.9	23.5	24.0	84	393	477	299	Baa3 (4) ↔	BBB (4) ↔	BBB (4) ↔	1.5	0.3	46.9	3911	106.5	11.1	0.4
GALICIA	6.6	17.2	18.5	18.6	18.7	19.1	18.8	18.3	18.0	17.8	69	299	368	217	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB+ (4) ↔	1.7	0.3	40.2	4194	124.4	24.2	-0.1
COMUNIDAD DE MADRID	5.2	11.9	13.0	14.1	14.4	15.1	14.2	13.7	13.1	12.3	52	195	247	144	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB (4) ↔	2.2	0.3	5.9	4874	143.4	15.9	-0.3
REGIÓN DE MURCIA	2.3	20.9	25.7	27.6	29.1	29.7	29.3	28.9	28.6	28.3	107	329	436	297	Ba2 (5) ↔	BBB- (4) ↔	BBB- (4) ↔	1.4	0.4	76.8	5943	194.2	26.7	0.6
C. FORAL DE NAVARRA	3.6	17.9	17.9	18.0	18.2	19.3	18.1	17.6	17.1	17.7	66	214	280	179	Baa2 (4) ↔	A (3) ↔	BBB- (4) ↔	2.3	0.4	-	5626	100.5	12.8	0.0
PAÍS VASCO	1.0	13.2	13.9	14.3	14.5	15.3	14.4	14.1	13.9	13.6	53	201	254	164	Baa1 (4) ↔	A (3) ↔	BBB+ (4) ↔	1.6	0.2	-	4762	111.3	12.1	-0.2
LA RIOJA	3.5	15.2	17.0	18.2	18.5	19.4	18.1	17.4	17.3	17.0	66	248	314	199	Baa2 (4) ↔	BBB (4) ↔	BBB (4) ↔	0.5	0.1	17.1	4858	138.1	26.8	-0.1
COMUNITAT VALENCIANA	11.3	34.1	38.5	41.4	42.5	41.8	41.6	40.3	38.6	36.8	152	298	450	288	Ba2 (5) ↔	BB (5) ↔	BBB- (4) ↔	0.9	0.4	78.7	9305	288.0	43.4	0.9

Fuente: INE, IGAE, Banco de España, DatosMacro.com y estimaciones de AireF (simulación correspondiente a la senda neutral).

**Notas: 1)** Las ratios de deuda sobre PIB difundidas por el Banco de España están calculadas con el PIB nominal que estimó el INE en la última Contabilidad Nacional Trimestral. **2)** Para los datos difundidos por el Banco de España relativos a la ratio de deuda en relación al PIB a precios de mercado de cada una de las Comunidades Autónomas, se ha tomado el correspondiente PIB pm regional publicado por el INE, excepto para el último dato disponible, donde la estructura regional de la Contabilidad Regional de España se aplica al agregado de los cuatro últimos trimestres del PIB pm nacional. En el apartado de previsiones la estimación del PIB pm regional sigue la metodología METCAP-AireF. **3)** Los días necesarios por persona para pagar la deuda en el caso regional se derivan de multiplicar por 365 el ratio de dicha deuda sobre el respectivo PIB regional. Para la deuda común (Administración Central y Fondos de Seguridad Social más subsector de Corporaciones Locales) esta se distribuye regionalmente en función del tamaño poblacional de la región, de modo que la ratio de la deuda resultante sobre el correspondiente PIB regional se multiplica finalmente por 365. **4)** (M) Moody's, (F) Fitch y (S) Standard and Poors. La calidad puede ser (3) Grado medio superior, (4) Grado medio inferior, (5) Grado de no inversión especulativo y (6) Altamente especulativo. **5)** Los ingresos corrientes utilizados son los publicados por IGAE, de acuerdo con la metodología del SEC 2010. **6)** Los ingresos corrientes corresponden a 2016 **7)** Indicador S1 definido como el saldo primario promedio necesario entre 2017-2030 para alcanzar el objetivo del 13% del PIB en 2030.

Observatorio correspondiente al cierre de 2016. Últimos datos obtenidos el 5 de abril de 2017.

GRÁFICO 1. CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DE LA DEUDA DEL TOTAL AAPP POR SUBSECTORES (% PIB)

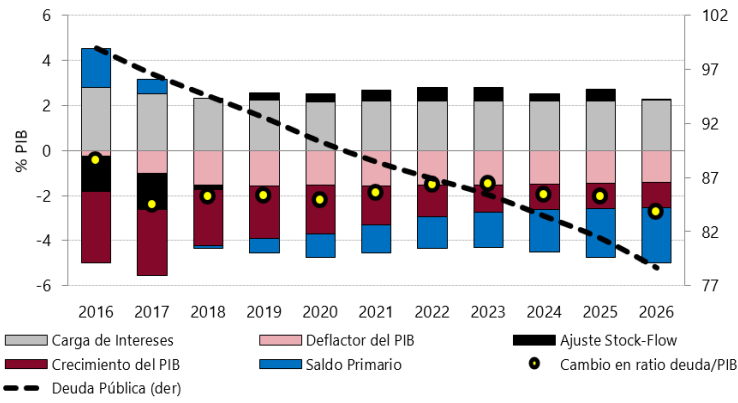


- Los últimos datos publicados por Banco de España sitúan a la deuda en 2017t2 en 99.8% del PIB, prácticamente sin cambios respecto a 2017t1. La disminución de 0,5pp en AC+FSS ha sido compensada por un aumento de 0,4pp en CCAA, manteniéndose sin cambios en EELL.
- El escenario neutral de AireF contempla que todos los subsectores contribuyan a disminuir la ratio de deuda en los próximos 4 años, siendo un poco más de la mitad debido a la evolución en el subsector AC+FSS y en menor medida las CCAA.

Fuente: INE, IGAE, Banco de España, MINECO y estimaciones de AireF

**GRÁFICO 2, 3 Y 4. EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE DEUDA SOBRE PIB Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

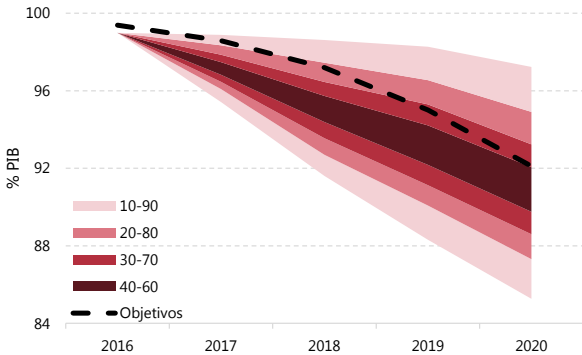
**DINÁMICA DE LA DEUDA Y DETERMINANTES, ESCENARIO NEUTRAL (% PIB)**



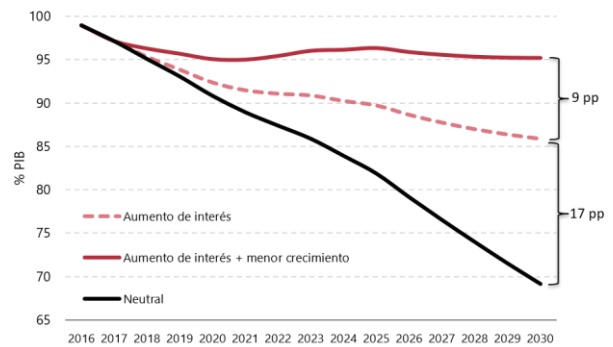
- El escenario neutral proyecta una disminución leve pero sostenida de la ratio de deuda en los próximos 10 años, siendo menor al 80% del PIB en 2026.
- La desaceleración del crecimiento económico se ve compensada por una paulatina mejora en los saldos primarios. Por su parte, la carga de intereses se mantiene relativamente estable en el entorno del 2%.
- La probabilidad de incumplimiento de los objetivos de deuda 2018-2020 aumenta hasta más del 40% en 2020.
- Un aumento permanente de 200 p.b. en los tipos de interés significaría una diferencia de 17 p.p. en 2030, con respecto a la senda neutral. Si de manera simultánea el crecimiento del PIB nominal disminuye 1 p.p. la ratio de deuda dejaría de estabilizarse entorno del 95%, con serios riesgos para la sostenibilidad.

Fuente: INE, IGAE, Banco de España y estimaciones de AIReF

**OBJETIVOS DE DEUDA E INTERVALOS DE CONFIANZA**



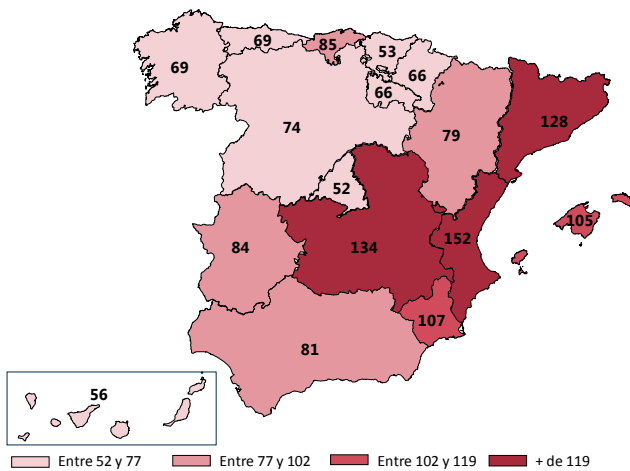
**ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD EN LOS SUPUESTOS MACRO-FINANCIEROS**



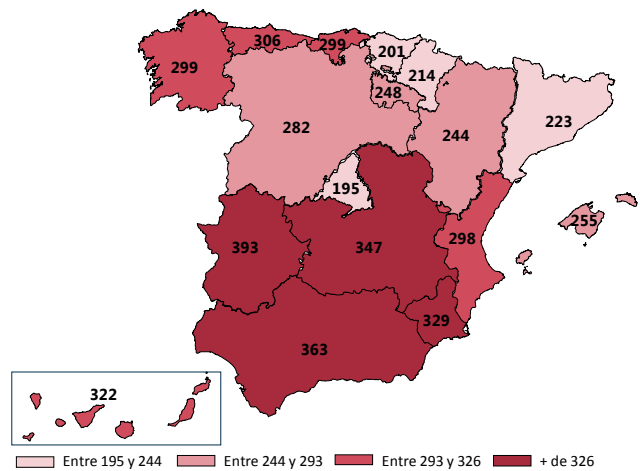
Fuente: INE, IGAE, Banco de España y estimaciones de AIReF **Nota:** *Neutral:* supone una gradual mejora del saldo primario hasta aproximarse al equilibrio presupuestario (incluida la carga de intereses), un crecimiento nominal que converge al 3,3% en el largo plazo (1,5% en términos reales) y una evolución de tipos consistente con los observados para la curva forward del Tesoro al 11/09/2017. *Aumento de interés:* Incremento permanente en la curva de tipos en 200 puntos básicos, con respecto al escenario neutral. *Aumento de interés + menor crecimiento:* Impacto agregado de un menor crecimiento nominal de 1 pp y un aumento en los tipos de interés de 200 pbs de forma permanente.

**GRÁFICOS 5 Y 6. INDICADORES DE DEUDA REGIONAL POR HABITANTE (NÚMERO DE DÍAS)**

**DÍAS NECESARIOS PARA PAGAR LA DEUDA AUTONÓMICA (2017)**



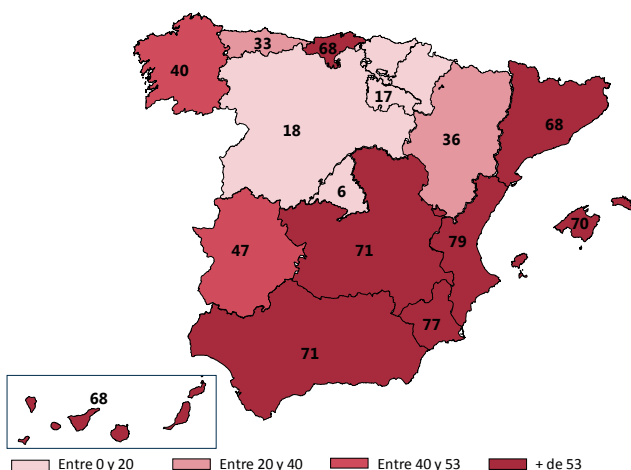
**DÍAS NECESARIOS PARA PAGAR LA DEUDA COMÚN (2017)**



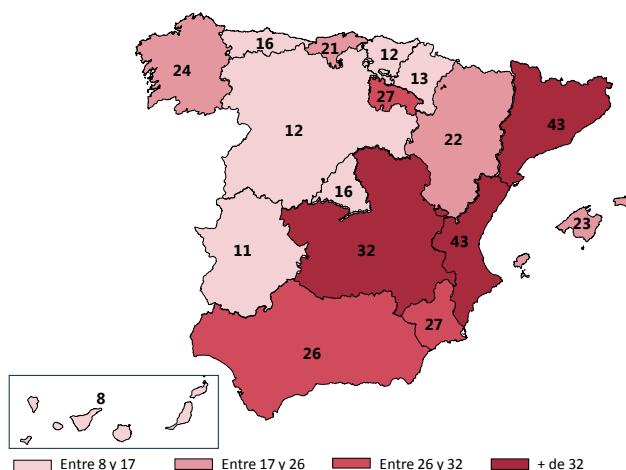
Fuente: INE, IGAE, Banco de España y estimaciones de AIReF. **Nota:** Los días necesarios por persona para pagar la deuda en el caso regional se derivan de multiplicar por 365 la ratio de dicha deuda sobre el respectivo PIB regional. La deuda común (AC y FSS más CCLL) se distribuye regionalmente en función del tamaño poblacional de la región, de modo que la ratio deuda/PIB regional resultante se multiplica finalmente por 365.

**GRÁFICOS 7, 8 Y 9. DEPENDENCIA FINANCIACIÓN ESTATAL Y AÑO ESTIMADO DE LLEGADA AL NIVEL DE REFERENCIA**

**MECANISMOS DE FINANCIACIÓN COMO % DE LA DEUDA REGIONAL (2017Q2)**

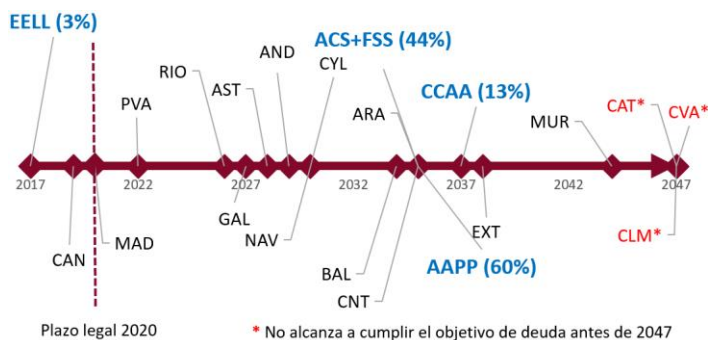


**NECESIDADES DE FINANCIACIÓN EN 2017 (% DE INGRESOS CORRIENTES)**



Fuente: INE, IGAE, Banco de España y estimaciones de AIReF

**NIVEL DE REFERENCIA DE DEUDA SOBRE PIB AÑO ESTIMADO DE LLEGADA**

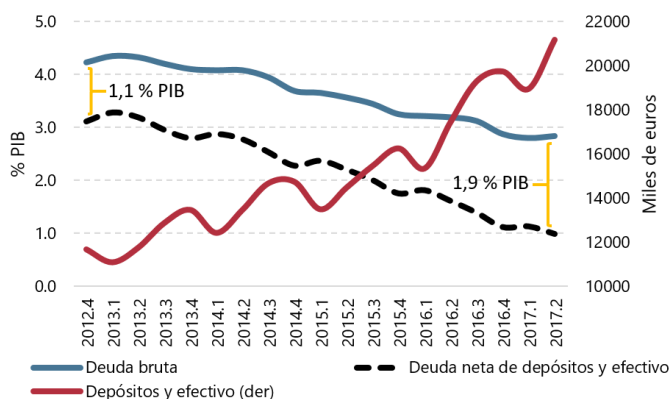


Fuente: INE, IGAE, Banco de España y estimaciones de AIReF

- Se prevé que, en 2017, en promedio los habitantes de una CCAA necesitarían destinar 89 días de trabajo para amortizar la totalidad de la deuda regional. En PVA o MAD esa cifra ronda los 50 días mientras que en BAL, CAT, CLM y MUR esa cifra supera los 100 días, llegando a 150 en el caso de CVA.
- En MUR, CVA, AND, CNT, BAL, CAT y CLM los mecanismos de financiación del Estado se aproximan o incluso superan el 60% de la deuda regional. En el medio plazo, se estima que estos porcentajes disminuyan solamente para AST, CYL, MAD, RIO y CVA.
- Las necesidades brutas de endeudamiento para 2017 representan 1/4 de los ingresos corrientes registrados en 2016 para el conjunto de las CCAA. La posición relativa de las distintas CCAA sigue un patrón similar a la ratio deuda/PIB, excepto para EXT y MAD.
- Se estima que el conjunto de las AAPP no logre un nivel de deuda menor al 60% del PIB antes de 2035 en el escenario neutral. Además de las EELL, que ya en 2016 alcanzaron el nivel de referencia, se proyecta que solamente CAN y MAD llegarán al nivel de referencia antes de 2020.

**GRÁFICO 10. DETERMINANTES DE LA DEUDA DEL SUBSECTOR CORPORACIONES LOCALES**

**EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE DEUDA SOBRE ICC**



Fuente: Banco de España y estimaciones de AIReF.

Nota: La ratio de deuda se calcula el cociente de la deuda del periodo sobre la suma de los PIBs de los últimos 4 trimestres.

- Tras haber disminuido por debajo del 3% del PIB a finales de 2016, la ratio de deuda parece haberse estabilizado. Lo anterior se debe en parte a que casi la mitad de los importantes saldos primarios registrados por el subsector están siendo utilizados para incrementar los depósitos bancarios, en vez de amortizar deuda.
- Desde finales de 2012, los depósitos de las CCLL se han casi duplicado en términos del PIB, superando los 20 MM €. De esta manera, la deuda neta de activos financieros líquidos desciende hasta el 1% del PIB.