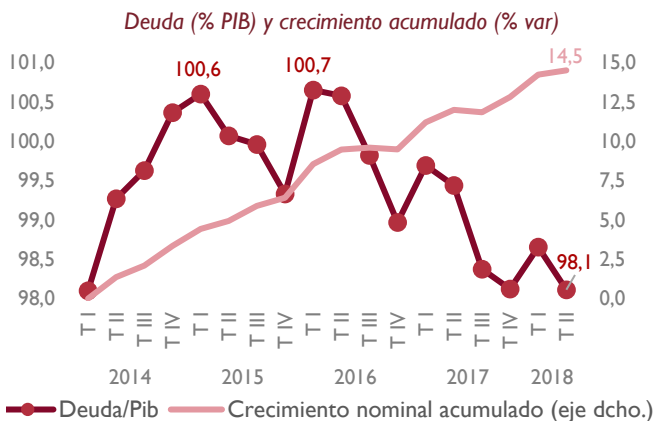


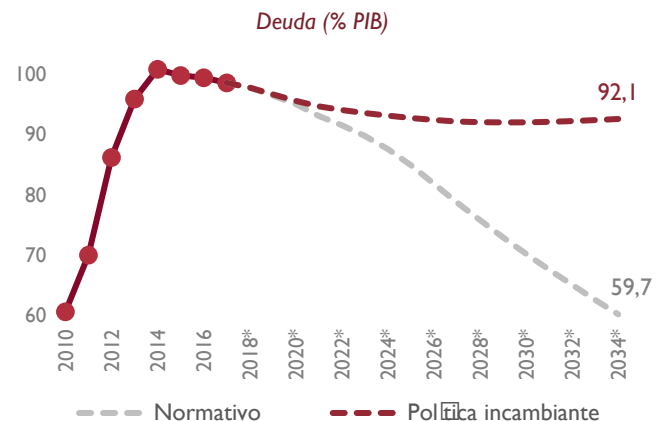
I. Evolución reciente y previsiones

- La ratio de deuda sobre el PIB muestra una estabilización entorno a su valor máximo a pesar del crecimiento sostenido de la economía y un entorno de tipos de interés nominales históricamente bajos.
- La generación del suficiente espacio fiscal para responder a crisis futuras requiere de una reducción de la deuda más intensa, lo que dependerá en última instancia del cumplimiento del marco actual de reglas fiscales.
- El escenario normativo de AIReF, que supone el cumplimiento de reglas fiscales, proyecta la consecución del nivel de referencia del 60% del PIB en el año 2034. El mantenimiento del saldo primario estructural actual estabilizará la ratio de deuda en el entorno del 90% del PIB.

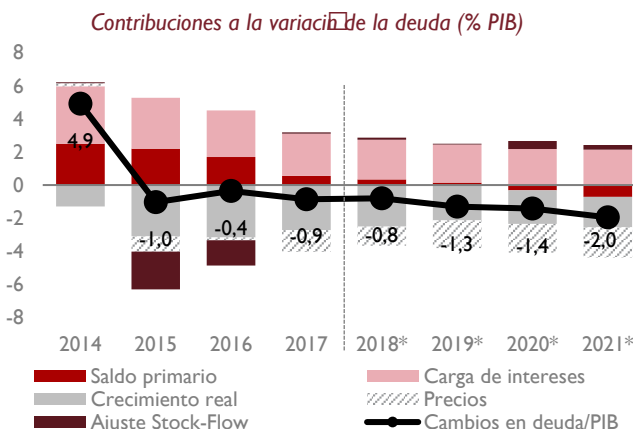
1 En el segundo trimestre de 2018 la ratio deuda sobre PIB se ha situado en el 98,1%, el mismo nivel registrado en 2014, a pesar haber experimentado un crecimiento nominal del PIB del 14,5% en ese periodo.



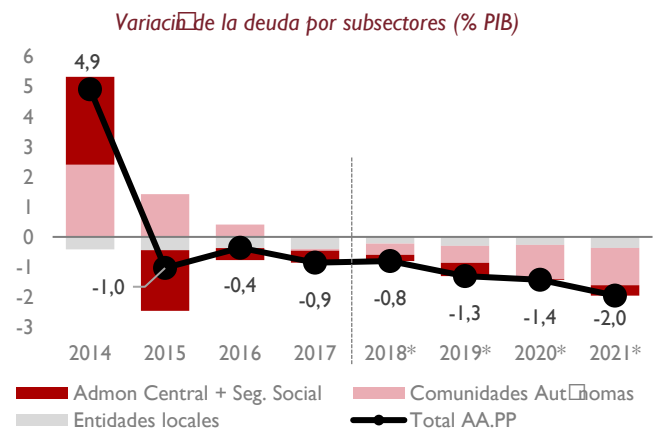
2 El escenario normativo de AIReF sitúa la ratio deuda sobre el PIB en el nivel del 60% en el año 2034. Frente a dicho cumplimiento de reglas, mantener el saldo primario estructural actual implicaría que la ratio no disminuya del 90% del PIB.



3 La carga de intereses y el déficit primario han sido los principales responsables del aumento de la deuda en los últimos cuatro años. La mejora fiscal (superávit primario a partir de 2020) junto con el del crecimiento real y el incremento de los precios aumentarían el ritmo de desapalancamiento.



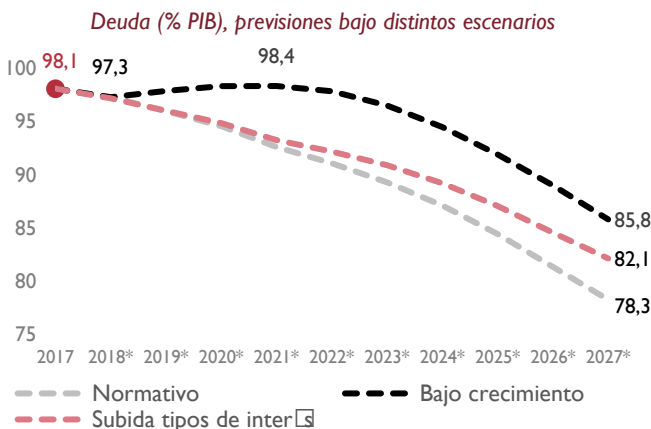
4 AIReF proyecta una reducción de la ratio de deuda sobre PIB en todos los subsectores, siendo las Comunidades Autónomas (CCAA), responsables del mayor incremento en los últimos cuatro años, las que más contribuirían a tal disminución.



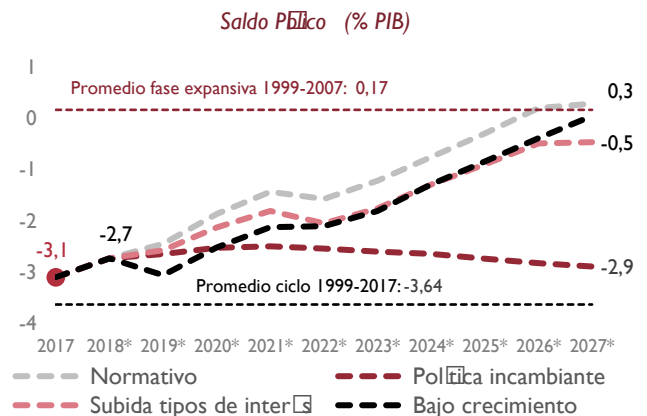
II. Riesgos y vulnerabilidades globales

- Bajo el cumplimiento de las reglas fiscales, perturbaciones macro financieras no suponen un cambio en la dinámica decreciente de la deuda en el largo plazo.
- El escenario normativo implica la consecución y mantenimiento de saldos presupuestarios similares al promedio registrado durante la última fase expansiva.
- Alcanzar una ratio de deuda igual o menor a la proyectada en la Actualización del Programa de Estabilidad 2018 - 2021 se considera factible en el corto plazo, pero improbable en el medio plazo.

1 Bajo el cumplimiento de las reglas fiscales, perturbaciones macro financieras no suponen un cambio en la dinámica decreciente de la deuda en el largo plazo, aunque pospondrán aún más la consecución del nivel de referencia del 60%.

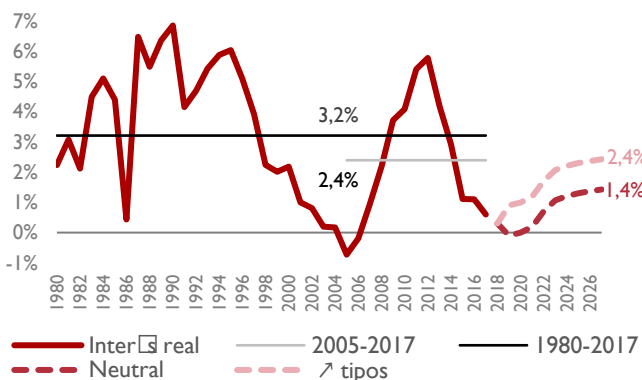


2 El escenario normativo implica lograr y mantener saldos presupuestarios similares al promedio registrado durante la última fase expansiva, mientras que el escenario de política incambiante supone un saldo más en línea con el promedio observado en el último ciclo.



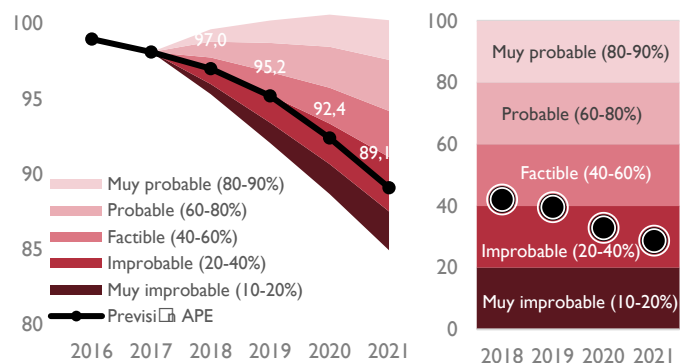
3 Dado el actual nivel y estructura de la ratio de deuda, un escenario de subida de tipos de interés de 100 puntos básicos (que equivaldría a la vuelta gradual en términos reales al promedio histórico), supondría un gasto adicional de 1.500 M€ en el primer año y un acumulado de 25.000 M€ al cabo de 5 años.

Tipos de interés reales a largo plazo (%), promedios históricos y escenarios



4 Alcanzar una ratio de deuda igual o menor a la proyectada en la Actualización del Programa de Estabilidad 2018-2021 se considera factible en el corto plazo, pero improbable en el medio plazo.

Proyecciones de la Actualización del Programa de Estabilidad y probabilidad de cumplimiento según intervalos de confianza de AIRF



III. Riesgos y vulnerabilidades regionales y locales

- Aunque a nivel de subsector las CCAA presentan un riesgo de sostenibilidad ligeramente alto, cuatro comunidades presentan un riesgo muy alto según la metodología de AIReF.
- Las dos principales vulnerabilidades del subsector siguen siendo el elevado nivel de endeudamiento y la creciente dependencia de los mecanismos extraordinarios de financiación (FFCCAA).
- La actual implementación de los FFCCAA limita los incentivos de vuelta a la disciplina de mercado por parte de las CCAA, especialmente en las comunidades donde no se identifican riesgos de sostenibilidad importantes.
- Bajo el escenario de continuidad de los saldos primarios actuales, solo cinco comunidades alcanzarán una ratio de deuda inferior al 13% del PIB en los próximos 30 años.

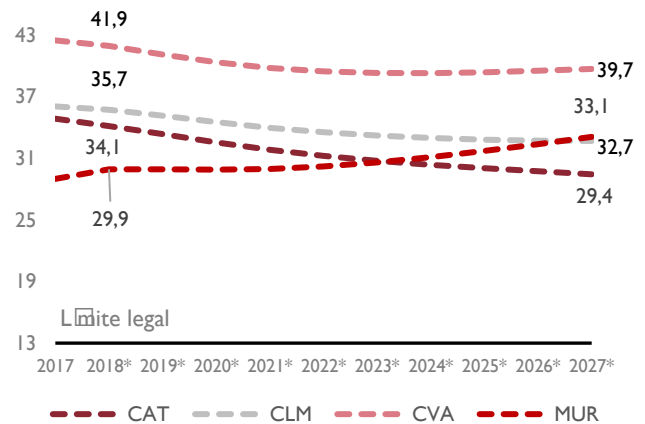
1 El subsector CCAA presenta un riesgo de sostenibilidad ligeramente alto a nivel agregado. No obstante, la situación individual es muy dispar, presentando un riesgo de sostenibilidad muy alto las comunidades de Castilla-La Mancha, Cataluña, Comunitat Valenciana y Región de Murcia...

2 ...comunidades que actualmente registran un endeudamiento muy elevado (y alejado de porcentaje de referencia legal del 13%), y que bajo un escenario de política incambiante no se reduce significativamente en la próxima década.

Riesgo de sostenibilidad financiera de las CCAA

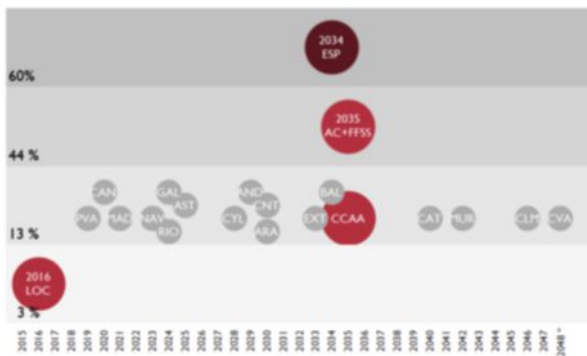


Previsiones de Deuda (% PIB) de Cataluña, Castilla-La Mancha, Comunitat Valenciana y Región de Murcia bajo un escenario de política incambiante.



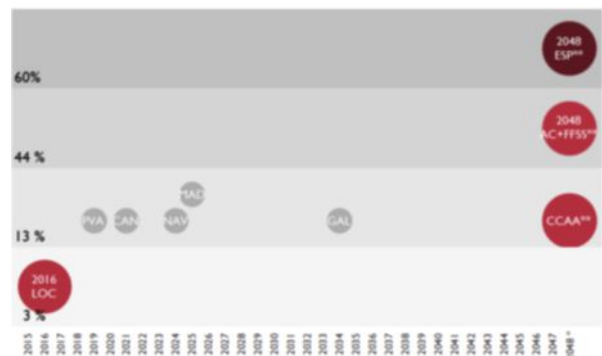
3 La principal vulnerabilidad del subsector CCAA sigue siendo una ratio de deuda muy elevada. Bajo los supuestos del escenario normativo, se proyecta que antes de 2040 todas las CCAA, a excepción de Valencia, Castilla-La Mancha, Región de Murcia y Cataluña, logren alcanzar el límite de referencia de una ratio de deuda del 13%. Sin embargo, en el escenario de política constante el número de CCAA que llegan a ese nivel dentro de los próximos 30 años disminuye a cinco (Islas Canarias, Galicia, Madrid, Navarra y País Vasco). En este último caso, la senda de deuda se volverá insostenible en muchas CCAA (y también a nivel AAPP).

Estimado de cumplimiento del objetivo de referencia en el escenario normativo



* No alcanza a cumplir el objetivo de deuda antes de 2048

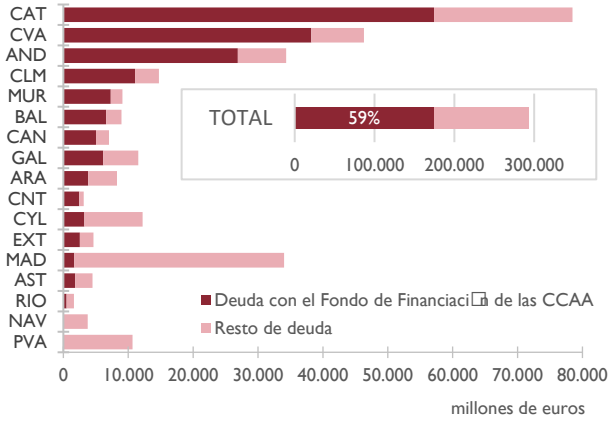
Estimado de cumplimiento del objetivo de referencia en el escenario de política incambiante



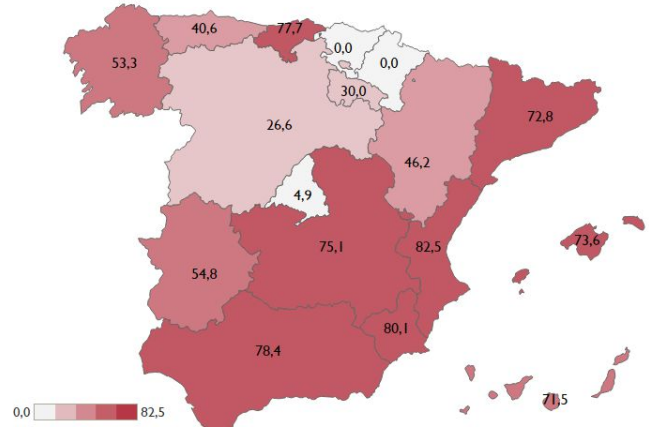
* No alcanza a cumplir el objetivo de deuda antes de 2048

4. El uso de los mecanismos extraordinarios de financiación a las CCAA sigue incrementándose, aumentando así la presión sobre las necesidades financieras brutas del Tesoro. Los FFCCAA han representado en el segundo trimestre del año casi el 60% del total de la deuda del subsector, suponiendo para ocho comunidades más del 70% de su endeudamiento. En términos absolutos, el 70% del total de estos préstamos extraordinarios están en manos de tres comunidades (Cataluña 33%, Comunidad Valenciana 22% y Andalucía 15%).

Deuda total y de los Fondos de Financiación de las CCAA

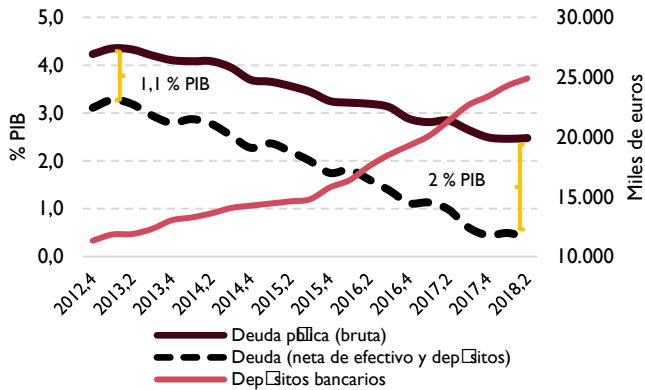


Deuda de los FFCCAA (% sobre el total), segundo trimestre de 2018



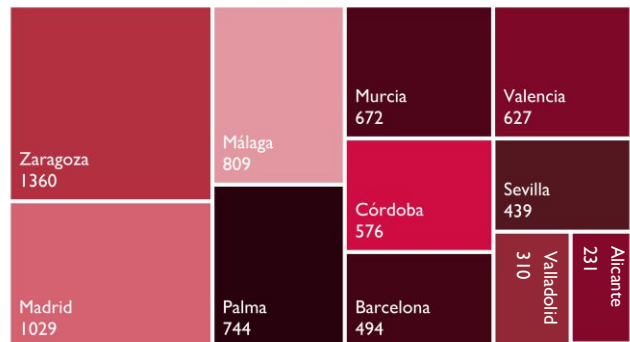
5. La ratio de deuda neta de depósitos de las CCLL se encuentra cercana al 0% del PIB, máximo histórico del subsector...

Deuda del subsector Corporaciones Locales



6. ...aunque algunos municipios se encuentran altamente endeudados.

Endeudamiento per cápita (euros) en el segundo trimestre de 2018, para Ayuntamientos de más de 300 mil personas



(*) En el caso de Zaragoza esta situación es en parte consecuencia de la imputación del préstamo derivado de la operación de inversión en el tranvía de la ciudad

IV. Anexo I: tabla de indicadores

Indicadores de Deuda	2007	2017	Proyecciones				Días necesarios por persona para pagar la deuda ³⁾ 2017				Rating ⁴⁾			Coste financiero 2017		FLA y resto mecanismos (% deuda)	Deuda per capita (€)	Deuda / Ing. corr ⁵⁾ (%)	Nec. endeud. / ing. corr (%) ⁶⁾	Indicador esfuerzo fiscal SI ⁷⁾
			2018	2019	2020	2021	2018 regional	2018 comū	2018 total	Δ 07-18 total	Moody's	S&P	Fitch	Tipo Implícito	% PIB	2018 -II	2018	2017	2018	2018
AAPP ¹⁾	35,6	98,1	97,3	96,0	94,6	92,6	-	-	-	-	-	-	2,4	2,6	-	25.372	262,0	-	-	
AC+FSS	27,2	70,9	70,7	70,3	70,2	69,9	-	-	-	Baa1 (4) ↔	A- (3) ↔	A- (3) ↔	2,6	2,1	-	-	408,5	-	-	
CCLL	2,7	2,5	2,3	2,0	1,7	1,3	-	-	-	-	-	-	2,0	0,1	23,6	-	41,2	-	-	
TOTAL CCAA ²⁾	5,7	24,7	24,3	23,8	22,6	21,4	89	266	355	225	-	-	-	1,6	0,4	59,5	6.346	176,0	25,6	-
ANDALUCIA	4,8	22,1	21,9	21,7	21,0	19,9	80	363	443	284	Baa2 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB- (4) ↔	1,3	0,3	78,4	4.181	133,6	24,3	-0,1
ARAGŪN	3,4	22,1	22,1	22,0	21,4	20,6	81	243	323	211	-	BBB (4) ↔	-	2,1	0,4	46,2	6.323	167,8	24,6	0,0
P. DE ASTURIAS	3,2	18,7	18,4	18,0	16,9	16,0	67	302	369	238	Baa1 (4)	-	-	1,1	0,2	40,6	4.225	109,2	15,3	-0,2
ILLES BALEARS	6,9	29,4	28,8	27,6	26,0	24,4	105	260	365	238	-	BBB+ (4) ↔	-	1,3	0,4	73,6	7.708	181,6	22,4	0,2
CANARIAS	3,7	15,9	15,3	14,5	12,8	10,7	56	327	382	246	-	A- (3) ↔	BBB (4) ↔	1,2	0,2	71,5	3.244	93,4	4,6	-0,5
CANTABRIA	3,4	23,2	22,9	22,7	21,7	20,6	84	295	378	250	-	-	BBB (4) ↔	1,6	0,4	77,7	5.407	129,1	19,2	0,0
CASTILLA Y LEŪN	3,4	20,8	21,2	21,2	20,3	19,4	78	284	361	231	Baa1 (4) ↔	-	-	1,9	0,4	26,6	5.199	140,2	20,0	-0,1
CASTILLA -LA MANCHA	4,7	36,0	35,7	35,2	33,8	32,5	130	341	471	319	Ba1 (5) ↔	-	BBB- (4) ↔	1,4	0,5	75,1	7.277	228,5	29,1	0,8
CATALUŪA	7,8	34,8	34,1	33,2	31,7	30,2	125	223	347	226	Ba3 (5) ↔	-	BB (5) ↔	1,6	0,5	72,8	10.636	262,3	46,3	0,6
EXTREMADURA	4,5	23,8	24,2	24,7	24,1	23,3	88	388	476	298	Baa2 (4) ↔	BBB (4) ↔	-	1,6	0,3	54,8	4.329	104,7	13,3	0,2
GALICIA	6,6	18,4	17,9	17,6	16,5	15,4	65	295	361	209	Baa1 (4) ↔	A- (3) ↔	-	1,8	0,3	53,3	4.219	116,7	13,1	-0,2
COMUNIDAD DE MADRID	5,2	14,9	14,6	14,2	13,2	12,2	53	198	251	148	Baa1 (4) ↔	BBB+ (4) ↔	BBB (4) ↔	2,4	0,3	4,9	5.148	135,4	14,9	-0,3
REGIŪN DE MURCIA	2,3	29,0	29,9	29,9	29,3	28,7	109	324	434	294	Ba1 (5) ↔	-	BBB- (4) ↔	1,5	0,4	80,1	6.403	187,2	28,5	0,6
C. FORAL DE NAVARRA	3,6	18,3	17,5	16,6	15,6	14,5	64	216	280	178	-	A+ (3) ↔	-	2,9	0,5	-	5.620	92,7	6,3	-0,2
PAIS VASCO	1,0	14,1	13,5	12,7	11,9	10,9	49	201	250	161	A3 (3) ↔	A+ (3) ↔	A- (3) ↔	1,7	0,2	-	4.653	88,6	8,0	-0,4
LA RIOJA	3,5	19,3	18,8	18,2	17,0	15,7	68	256	324	209	-	-	BBB (4) ↔	0,6	0,1	30,0	5.095	128,5	26,2	-0,2
COMUNITAT VALENCIANA	11,3	42,5	41,9	40,9	39,2	37,5	153	301	454	293	Ba2 (5) ↔	BB (5) ↔	BBB- (4) ↔	1,0	0,4	82,5	9.657	280,2	47,3	1,1

Fuente: INE, IGAE, Banco de EspaŹa, DatosMacro.com y estimaciones de AIReF (simulaciŹn correspondiente a la senda normativa).

Notas: 1) Las ratios de deuda sobre PIB difundidas por el Banco de EspaŹa estŹn calculadas con el PIB nominal que estimŹ el INE en la Źtima Contabilidad Nacional Trimestral. 2) Para los datos difundidos por el Banco de EspaŹa relativos a la ratio de deuda en relaciŹn al PIB a precios de mercado de cada una de las Comunidades AutŹnomas, se ha tomado el correspondiente PIB pm regional publicado por el INE, excepto para el Źtimo dato disponible, donde la estructura regional de la Contabilidad Regional de EspaŹa se aplica al agregado de los cuatro Źtimos trimestres del PIB p m nacional. En el apartado de previsiones la estimaciŹn del PIB pm regional sigue la metodologŹa METCAP-AIReF. 3) Los dŹas 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. Para la deuda comū (AdministraciŹn Central y Fondos de Seguridad Social mŹ subsector de Corporaciones Locales) esta se distribuye regionalmente en funciŹn del tamaŹo poblacional de la regiŹn, 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 inversiŹn especulativo y (6) Altamente especulativo. 5) Los ingresos corrientes utilizados son los publicados por IGAE, de acuerdo con la metodologŹa del SEC 2010. 6) Los ingresos corrientes corresponden a 2016 7) Indicador SI definido como el saldo primario promedio necesario entre 2017-2030 para alcanzar el objetivo del 13% del PIB en 2030.

V. Anexo II: definición de escenarios

Escenarios

Cada escenario muestra la evolución de la deuda pública a partir de un conjunto de supuestos subyacentes sobre crecimiento de la economía, dinámica de los tipos de interés y precios y comportamiento del saldo primario (i.e. política fiscal). Debido a la naturaleza de su construcción, no existe a priori una probabilidad de ocurrencia asociada a un determinado escenario en particular, sino que por el contrario este ejercicio de análisis de sensibilidad trata de responder a preguntas del tipo ¿qué pasaría con la dinámica de la deuda si los tipos de interés fuesen más altos o si la política fiscal se relajase?

Es importante recalcar que las sendas de saldo primario, carga de intereses, PIB real y deflatores, ajuste stock-flow y deuda resultante no necesariamente coinciden con las previsiones oficiales realizadas por el personal de AReF en sus informes y opiniones.

Escenario normativo

En primer lugar, se supone que el saldo primario de cada comunidad autónoma (CCAA), el subsector corporaciones locales (CCLL) y el conjunto de la Administración Central y los Fondos de la Seguridad Social (ACS) evolucionan de manera gradual y consistente con la consecución del límite de referencia de deuda correspondiente en el largo plazo. Durante el proceso de convergencia, y en caso de no haber alcanzado el límite de referencia de deuda, el cambio anual en el saldo primario tiende a un 0.25% del PIB por año (0.5% en el caso de la ACS). Además, existe un techo de saldo primario que puede ser sostenido en el tiempo (0.75% para las EELL y CCAA y 2% para ACS). Esto significa que, aunque el límite de referencia de deuda no se haya alcanzado, si el techo de saldo primario se alcanza, el mismo se mantiene. Una vez alcanzado el límite de referencia de deuda, el saldo primario evoluciona de manera tal que el stock de deuda se mantenga en el entorno de dicho límite de referencia. Esto mismo no excluye la existencia de saldos fiscales negativos o positivos de manera temporal.

En segundo lugar, se asume que el PIB converge gradualmente desde sus valores actuales hasta aproximadamente su potencial en 2018, y luego su crecimiento en términos nominales se estabiliza alrededor del 3,55%, con una inflación de largo plazo de 1,8%.

Finalmente, los requerimientos de financiación propios de ACS (pago de intereses de la deuda, vencimiento de valores y préstamos y déficits primarios) aquellos extraordinarios en que incurre para financiar los mecanismos como el FLA son cubiertos mediante el acceso al mercado. Para el cálculo de los intereses se utiliza la cartera de vencimientos del Estado, los supuestos de saldo primario y la curva de tipos.¹ En cuanto a las CCAA, se supone que la ACS cubre todas las necesidades de financiación que pudiesen existir en cada escenario (independientemente de si hay algún instrumento legal conocido) y que las condiciones de financiación (i.e. los tipos de interés asociados) convergen paulatinamente desde los niveles actuales hasta ser equivalentes a los de la ACS, excepto del caso del Madrid, Navarra y el País Vasco donde se supone que recurren al mercado a partir de 2018.

Comportamiento histórico

Este escenario difiere del escenario normativo en la política fiscal. Para cada subsector se supone que el saldo primario converge en 2018 al promedio histórico registrado entre los años 2000 y 2009.

Crecimiento bajo

Se aplica una reducción del crecimiento real de la economía con referencia al año base. Se supone una reducción de un 1 p.p. de crecimiento del PIB y 0.5 p.p. en precios para los años 2019 a 2021. A partir de 2022 el PIB converge paulatinamente a su nivel potencial.

Tipos de interés más altos

Se supone un aumento de los tipos de interés aplicados a los requerimientos de financiación, diferenciando entre las administraciones que se endeudan en el mercado (aumento del 1% promedio en los tipos) y aquellas que reciben financiación a través de mecanismos de ayuda tipo FLA (aumento del 1% promedio).

Política incambiante

De la misma manera que el escenario histórico, este escenario difiere del normativo en la política fiscal. En este caso, se supone que a partir de 2018 se mantiene el mismo saldo primario, independientemente del nivel de deuda o su dinámica.

Mejor resultado fiscal

Difiere del escenario normativo en tanto que el saldo primario observado a partir de 2018 es similar al mejor promedio de 3 años obtenido a partir del año 2000.

¹ Para más detalles ver DT/2015/5 [Modeling interest payments for macroeconomic assessment](#).