TRIBUNA DE ECONOMÍA

En esta sección se publican los artículos recibidos
en *Información Comercial Española* tras revisarse en el Comité de Redacción
y someterse a evaluación externa anónima

UNA VALORACIÓN DE LA LEY DE ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA. MERCADOS Y RESTRICCIONES INSTITUCIONALES ALTERNATIVAS

Jaime Vallés Giménez*

En los últimos años, el estudio del endeudamiento y de las causas que justifican su restricción ha sufrido un importante resurgimiento del que son reflejo el proceso de consolidación presupuestaria en que se encuentra inmersa la Unión Europea y la relevancia que el gobierno central ha dado al equilibrio presupuestario. Enmarcado en dicho contexto, este trabajo pretende realizar una aproximación a estos temas centrándose fundamentalmente en dos objetivos. Primero, analizar el marco normativo que regula el endeudamiento de las comunidades autónomas y la última reforma aprobada por las Cortes Generales, a propuesta del gobierno central, de la normativa que regula el acceso de los gobiernos regionales a la deuda. Segundo, a la luz de los mecanismos de disciplina que plantean las mencionadas normas, aproximarse empíricamente a los posibles efectos que la reforma podría tener sobre las primas de riesgo impuestas por los mercados financieros a las comunidades autónomas.

Palabras clave: *deuda pública, política fiscal, mercados financieros, comunidades autónomas, España.*

Clasificación JEL: *G10, H39.*

1. Introducción

El presente trabajo analiza la aprobación, en diciembre de 2001, de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y de una Ley Orgánica complementaria a la anterior (a partir de ahora me referiré a ambos como LGEP), que parecen cuestionar el alcance de la autonomía financiera de las regiones y la potestad de que disponen dichos gobiernos para acceder al endeudamiento.

La investigación aborda esta cuestión centrándose en dos objetivos. Primero, se pretende analizar y evaluar dicha reforma de la regulación del empleo de la deuda por parte de las comunidades autónomas (CC AA). *A priori*, con tal normativa, parece que el gobierno central pretende vigorizar dos instrumentos de control contemplados por la Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA), que serían, a nuestro juicio, el límite máximo, y los Escenarios de Consolidación Presupuestaria (ECP).

* Departamento de Estructura e Historia Económica y Economía Pública. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Zaragoza.
Versión de octubre de 2002.

Por ello, la segunda finalidad que persigue este trabajo es aproximarse a la posible influencia que han podido ejercer tales mecanismos de control institucional sobre la disciplina que introduce el mercado financiero. El impacto que pueden tener el límite máximo de la LOFCA y los ECP sobre la prima de riesgo es debido, principalmente, a que los mercados valoran positivamente la existencia de restricciones institucionales que proporcionen información sobre la situación financiera de los gobiernos, lo que generalmente hace disminuir la prima de riesgo que se exige a los deudores gubernamentales que ostentan una situación favorable respecto a los mecanismos de control.

Para desarrollar estas cuestiones, el trabajo se estructura de la siguiente manera. En el segundo apartado, se destacan las propuestas principales que contiene la normativa de estabilidad presupuestaria y se intenta realizar una primera valoración sobre la adecuación de los principales elementos que integran su diseño. En el tercer apartado, se discuten las hipótesis a contrastar y la especificación del modelo econométrico para el análisis de la disciplina del mercado sobre la deuda de las CC AA y, posteriormente, se presentan y comentan los principales resultados obtenidos en las estimaciones. Finalmente, se ofrecen las conclusiones fundamentales del trabajo.

2. La reforma de la normativa sobre el acceso al endeudamiento de los gobiernos regionales

La LOFCA regula el acceso al endeudamiento por parte de los gobiernos regionales en España (artículo 14). Tal normativa, como señalan Monasterio y Suárez (1996a y 1996b), pretende lograr un triple objetivo:

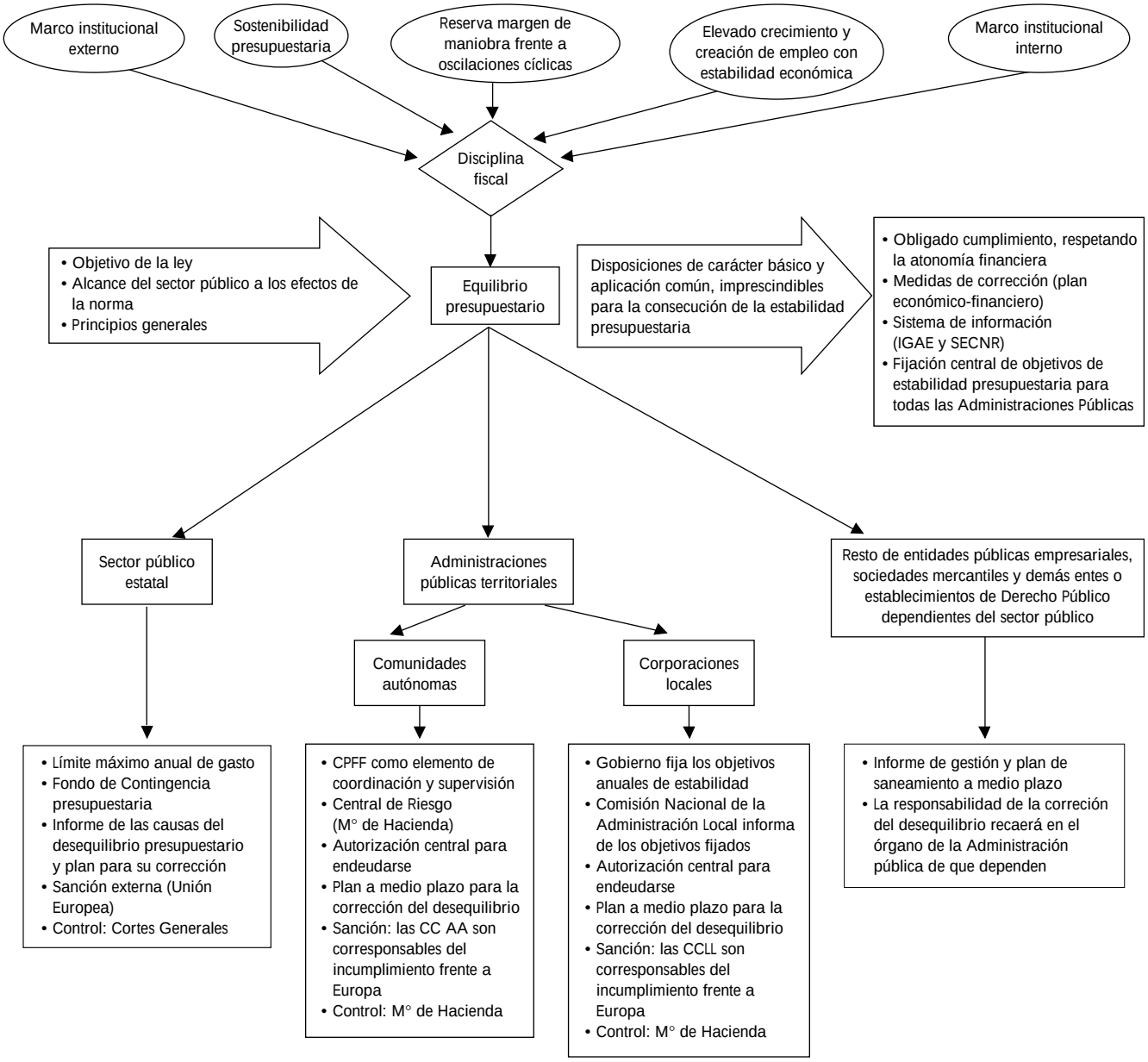
- Primero, garantizar que la deuda autonómica a largo plazo responda a la distribución del coste de los proyectos de capital entre las distintas generaciones beneficiarias, lo cual se hace limitando su uso a la realización de gastos de inversión (equidad intergeneracional).
- La segunda finalidad que persigue la LOFCA consiste en evitar que las CC AA incurran en situaciones financieras altamente arriesgadas (equilibrio financiero), propósito perseguido por el tope máximo del 25 por 100 de la carga financiera de la deuda respecto a los ingresos corrientes, de modo que, una vez alcanzado dicho umbral, un gobierno regional no pueda seguir endeudándose.
- En tercer lugar, la LOFCA pretende asegurar el cumplimiento de los objetivos de política económica general fijados por el gobierno central. Dicha tarea se logra a través de dos instrumentos: la autorización central de determinadas operaciones (que provocó que una parte de la deuda de las CC AA se desplazase hacia el crédito bancario para eludirla), y la coordinación con la hacienda central de los distintos pasivos, para lo cual se establece la intervención del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF)[1]. Esta última facultad, enunciada de modo genérico en la LOFCA, se acomete por primera vez tras el Acuerdo del CPFF de 20 de enero de 1992, sobre el sistema de financiación autonómica (1992-1996). Uno de los puntos más importantes del citado Acuerdo hace referencia a la fijación de Escenarios de Consolidación Presupuestaria en los que se determinan niveles máximos de déficit y deuda para cada Comunidad Autónoma, trasladando al ámbito regional las obligaciones adquiridas por el gobierno central en el Tratado de Maastricht.

Este es el marco legal que regulaba el acceso al endeudamiento por parte de las CC AA y que ha sido modificado con la aprobación de la normativa de estabilidad presupuestaria el 13 de diciembre del 2001 (véase Figura 1). Los motivos en que se apoya el gobierno central para justificar la regulación del uso de la deuda autonómica se encuentran en las recomendaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (1997) y del Consejo Europeo de Santa María de Feira (2000). Es más, en un entorno de creciente descentralización, estos objetivos macroeconómicos deben trasladarse al ámbito regional, lo que necesariamente

[1] Por último, debe tenerse en cuenta que, en la concepción de la LOFCA, la deuda a corto plazo está pensada como deuda de tesorería para cubrir los desfases temporales entre la corriente de cobros y pagos de las CC AA. En este sentido, al no poder diferirse a ejercicios subsiguientes, no puede implicar un incremento del *stock* de deuda, aunque está sujeta a la coordinación central y también a la autorización si se materializa en divisas o títulos de deuda pública.

FIGURA 1

LA LEY GENERAL DE ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA



FUENTE: Elaboración propia.

implica una adaptación de los instrumentos de control y una mayor coordinación presupuestaria.

En el corto o medio plazo, dicho contexto supone que las CC AA van a tener que hacer frente a un nuevo reto en el ámbito de la coordinación presupuestaria, al imponerse a todas las Administraciones públicas la situación de equilibrio o superávit presupuestario. En este nuevo escenario, el gobierno central fijará el objetivo de estabilidad presupuestaria del conjunto de CC AA referido a los tres ejercicios siguientes, previo informe del CPFF. Además, el CPFF deberá determinar el objetivo de estabilidad correspondiente a cada CA, de suerte que, si no se alcanza un acuerdo a este respecto, todas las CC AA tendrán que elaborar y liquidar sus presupuestos, al menos, en situación de equilibrio presupuestario.

La elaboración o liquidación por alguna CA de sus presupuestos con vulneración de las normas anteriores lleva aparejada la obligación de corregir esa situación a medio plazo mediante un plan de saneamiento. Adicionalmente, en estos casos, se extiende la necesidad de autorización del Estado a todas las operaciones de crédito autonómico. Finalmente, si la inobservancia de alguna CA provoca o contribuye a quebrantar las obligaciones asumidas por España frente a la Unión Europea, esa CA asumirá, en la parte que le sea imputable, las responsabilidades que de tal infracción se deriven.

Vistas brevemente las principales novedades que introduce la LGEP respecto a la deuda regional, podemos concluir que las modificaciones que introduce no suponen un cambio radical respecto del marco normativo que establece la LOFCA. De hecho, a nuestro entender, podemos considerar que, *a priori*, la finalidad perseguida por la LGEP no es otra que revitalizar dos mecanismos de disciplina contemplados por la LOFCA. En concreto, pensamos que pretende reforzar, por una parte, el límite máximo, introduciendo una regla de equilibrio presupuestario y, por otra, fortalecer el esquema de centralización-coordinación, integrado por la autorización central del uso de determinados pasivos y los ECP.

No obstante, antes de abordar la valoración sobre el diseño de los instrumentos de control de la LGEP, es necesario realizar dos puntualizaciones previas que condicionan el juicio final que nos merece la reforma del marco normativo. La primera de ellas hace referencia a la existencia de un conjunto de razones que justifican el uso de la deuda por parte de los gobiernos regionales[2], por lo que inicialmente no estaría justificada la existencia de controles que recaigan sobre el endeudamiento autonómico, ya que puede suponer la ruptura del principio de autonomía financiera subcentral.

En este sentido, la LGEP menciona que se garantiza el principio de autonomía, ya que son las propias CC AA las que deben adoptar las medidas normativas, administrativas y organizativas necesarias para alcanzar el principio general de equilibrio presupuestario, permitiéndoles decidir si el objetivo se va a lograr a través de una política de ingresos no financieros o gastos públicos. No obstante, al prohibir el recurso al nuevo endeudamiento se quebranta el amplio consenso alcanzado por la literatura (normativa y positiva) en torno al juicio de que la carga financiera derivada del gasto corriente sea soportada íntegramente por la generación presente y el gasto de capital se comparta entre las generaciones actuales y futuras mediante el empleo del endeudamiento.

Por otra parte, la segunda de las puntualizaciones que queríamos realizar, previa al comentario de los mecanismos de control de la LGEP, está relacionada con la existencia de argumentos que aconsejan restringir el uso de la deuda en el ámbito subcentral. Desde nuestro punto de vista, hay dos grupos de posibles motivos para contemplar la capacidad de endeudamiento subcentral de forma limitada.

En primer lugar, dadas las razones que justifican el uso de la deuda en el ámbito subcentral, debe tenerse en cuenta que la distribución eficiente de las competencias de gasto condiciona y limita el empleo de la deuda regional a la función de asignación,

[2] Dichos motivos se sistematizan en VALLÉS (2001). Entre estas justificaciones aparecen las mismas que están presentes en el ámbito de los sujetos privados, esto es emplear la deuda para pagar según se utiliza el elemento adquirido, poder acometer proyectos de capital con un coste muy elevado y distribuir el mismo entre las distintas generaciones de contribuyentes que se benefician de las inversiones.

esto es, se excluye como posibilidad la utilización de la deuda por parte de las CC AA con fines redistributivos o macroeconómicos. Junto a ello, y dentro de la función de asignación, el argumento de la equidad intergeneracional exige la afectación de la deuda a la realización de gastos de inversión y un plan temporal de impuestos y amortización del endeudamiento acorde con el disfrute de los beneficios. En segundo lugar, entre las posibles causas que motivan la supervisión del nivel central se encuentran las siguientes[3]:

- Las posibles interferencias de las políticas de endeudamiento regional sobre los objetivos macroeconómicos del nivel central.
- El empleo de la deuda por parte de los gobiernos autonómicos con la finalidad de obtener beneficios políticos, al permitir disfrutar de los beneficios asociados a los bienes y servicios suministrados por el gobierno regional y posponer su coste en el tiempo.
- El riesgo de insolvencia que podrían suponer determinados comportamientos presupuestarios poco austeros y los efectos nefastos que tendrían sobre el sistema financiero.
- Finalmente, debido a que una parte muy importante de los ingresos de los gobiernos regionales procede de transferencias del nivel central (desequilibrio financiero vertical), podría provocar que fuese dicho nivel de la Administración el que finalmente terminase asumiendo los costes de un comportamiento presupuestario regional laxo.

De entre tales posibilidades, la LGEP hace referencia a las exigencias macroeconómicas impuestas por el Tratado de Maastricht (1992), que, posteriormente, distintos Consejos Europeos han aconsejado situar próximas al equilibrio o superávit presupuestario, superando los requerimientos obligatorios iniciales. Junto a esta justificación, el otro motivo que sustenta la reforma responde a que la disciplina fiscal en un país descentralizado es un objetivo que requiere la contribución del conjunto de las Administraciones públicas, aspecto garantizado por la Constitución Española (artículo 149).

En última instancia, en ambos casos, la LGEP recurre para defender la presencia de mecanismos institucionales que limitan el uso de la deuda autonómica a las posibles interferencias que las CC AA pueden ocasionar sobre los compromisos adquiridos por España y sobre los objetivos macroeconómicos perseguidos por el gobierno central. A partir de dicha justificación, la aprobación de la LGEP nos sugiere cinco cuestiones:

- Primera, el volumen que representa el déficit o la deuda autonómica respecto al total nacional no supone un riesgo para que el gobierno central pueda alcanzar sus objetivos macroeconómicos.
- Segunda, los mecanismos disponibles para corregir las interferencias ocasionadas por los gobiernos regionales no sólo consisten en esquemas de centralización, sino que van desde la coordinación hasta los límites.
- Tercera, el objetivo de los instrumentos de disciplina no suele ser reducir a cero la magnitud sujeta a restricción, sino limitar su crecimiento y vincularlo a otras variables (renta o población).
- Cuarta, la justificación basada en motivos macroeconómicos sólo entra en vigor temporalmente, cuando realmente se ponga en peligro el objetivo; obliga a todos los niveles de gobierno y, particularmente, al gobierno central, dado el volumen del presupuesto central y su volatilidad con la situación económica, especialmente, en las fases de recesión económica
- Finalmente, la existencia de un umbral máximo autorizado de endeudamiento (3 por 100 del producto interior bruto) exige un reparto entre los distintos niveles de Administración.

Una vez señaladas las dos cuestiones preliminares, vamos a analizar los principales problemas de diseño que pueden presentar los dispositivos de control contemplados por la LGEP, esto es, la regla de equilibrio presupuestario y el esquema de centralización-coordinación. Para ello, en el Cuadro 1, hemos sistematizado los elementos básicos que, principalmente, la literatura comparada ha identificado como piezas clave del diseño de las restricciones institucionales[4].

[3] Para profundizar en tales aspectos puede recurrirse también a VALLÉS (2001).

[4] Un análisis pormenorizado de las restricciones institucionales sobre la deuda subcentral, sus problemas de diseño y una aplicación al caso del endeudamiento autonómico puede verse en VALLÉS (1999).

CUADRO 1

RAZONES DE LA POSIBLE INEFICACIA DE LAS RESTRICCIONES

Restricción	Debilidades
Límites.....	Los límites como problema intergubernamental. Abuso de las cláusulas de escape por su ambigüedad. Ineficacia de las sanciones. Definición inapropiada de los elementos y componentes que integran los límites. Discrecionalidad a la hora de fijar un tope máximo. Los topes máximos y los incrementos permitidos estan gobernados por una escala variable. Estrategias para burlar los límites. Grado de severidad de los límites (por exceso y defecto).
Coordinación	Identificación y reparto de las ganancias. Dificultad para alcanzar acuerdos y control de los mismos conforme aumenta el número de los agentes coordinados. Ineficacia de las sanciones. Incentivos existentes para romper los acuerdos.
Centralización	Riesgo moral. Inconsistencia temporal. Selección adversa. Jurisdicciones tomadoras del seguro.
Mercado	Características apropiadas del sistema financiero (institucional *versus* mercado). Discrepancias en el trato otorgado a los deudores gubernamentales. Problemas de información sobre la situación financiera de las jurisdicciones

FUENTE: Elaboración propia.

Con respecto a la regla de equilibrio presupuestario (ausencia de necesidades de financiación), la LGEP ha realizado una elección acorde con una norma estricta y, en principio, un diseño correcto que involucra a todos los niveles de la Administración. No obstante, persisten algunos problemas, ya que no se prevé, explícitamente al menos, un período de adaptación o reducción paulatina del déficit y deuda acumulada (por ejemplo, una disminución del 20 por 100 durante 5 años); no se discuten los factores que condicionan la capacidad y la necesidad de endeudamiento regional como elementos fundamentales para orientar las políticas de deuda; y no se han considerado los problemas que el sistema de financiación vigente podría plantear a las distintas CC AA a la hora de cumplir con las obligaciones que impone el equilibrio presupuestario[5], condenando a las CC AA a incumplir reiteradamente la LGEP, a renunciar a una política de inversión propia, o a elevar considerablemente la presión fiscal, ocasionando distorsiones económicas, dada su escasa capacidad tributaria y normativa.

El segundo elemento que intenta potenciar la LGEP sería el esquema de centralización-coordinación, integrado por la autorización central del endeudamiento regional y la revitalización de los ECP. Es muy probable que la extensión del régimen de autorización a cualquier instrumento de endeudamiento contemplada en la LGEP tenga como finalidad evitar las distorsiones que aparecieron en los primeros años noventa (sesgo hacia el crédito bancario de la deuda regional). No obstante, a nuestro juicio, dicha práctica no encuentra apoyo

[5] Los ingresos no financieros netos de transferencias suponen aproximadamente un 20 por 100 del gasto de capital por término medio para el agregado autonómico, y no parece que la reciente reforma del sistema de financiación suponga un cambio cuantitativo relevante tras actualizar el cálculo de los ingresos a partir del año base.

teórico, ni tampoco en el ámbito de la experiencia internacional comparada, como puede deducirse de los trabajos de Poterba (1995), Kiewiet y Szakaly (1996) y Ter-Minassian y Craig (1997)[6].

Dentro de lo que hemos denominado esquema de centralización-coordinación, el segundo instrumento de disciplina que incorpora la LGEP es una actualización de los Escenarios de Consolidación Presupuestaria (ECP), sin resolver, aparentemente, uno de los problemas que se detectó en su diseño previo (incentivos). En concreto, no parece que su configuración introduzca estímulos adecuados para que las CC AA respeten los objetivos de deuda fijados, ya que se reitera como principal incentivo el compromiso por parte de la Administración central de autorizar automáticamente todas las operaciones, siempre que la CA se mueva dentro del margen establecido.

No obstante, la LGEP introduce algunas novedades, entre las que se pueden mencionar que los objetivos de equilibrio o superávit autonómico serán fijados por el gobierno central, previo informe del CPFF, el primer cuatrimestre de cada año para los tres ejercicios siguientes, y se remitirán a las Cortes Generales para su debate y aprobación, acompañados del cuadro macroeconómico de horizonte plurianual contenido en el Programa de Estabilidad. Posteriormente, el CPFF procederá a determinar el objetivo correspondiente a cada una de las CC AA. Dicho procedimiento supone haber incorporado las propuestas del Informe sobre el Actual Sistema de Financiación Autonómica y sus Problemas (1995, página 266) para reforzar la coordinación de las políticas de endeudamiento. De este modo, en vez de los actuales Escenarios bilaterales entre gobierno central y cada uno de los autonómicos, se pasa a unos objetivos globales asignados al conjunto de CC AA, y, mediante los criterios generales acordados en el CPFF (VAB regional, ingresos per cápita, nivel competencial, etcétera), se determina el tramo de endeudamiento y déficit de cada CA, proponiendo un mecanismo en el que prima la multilateralidad y la transparencia. Posteriormente, mediante una negociación entre las CC AA, se podría pactar la evolución temporal del endeudamiento para acomodarla a los planes de inversión, de modo que se pueda cumplir el compromiso global fijado en el Escenario para el subsector de CC AA.

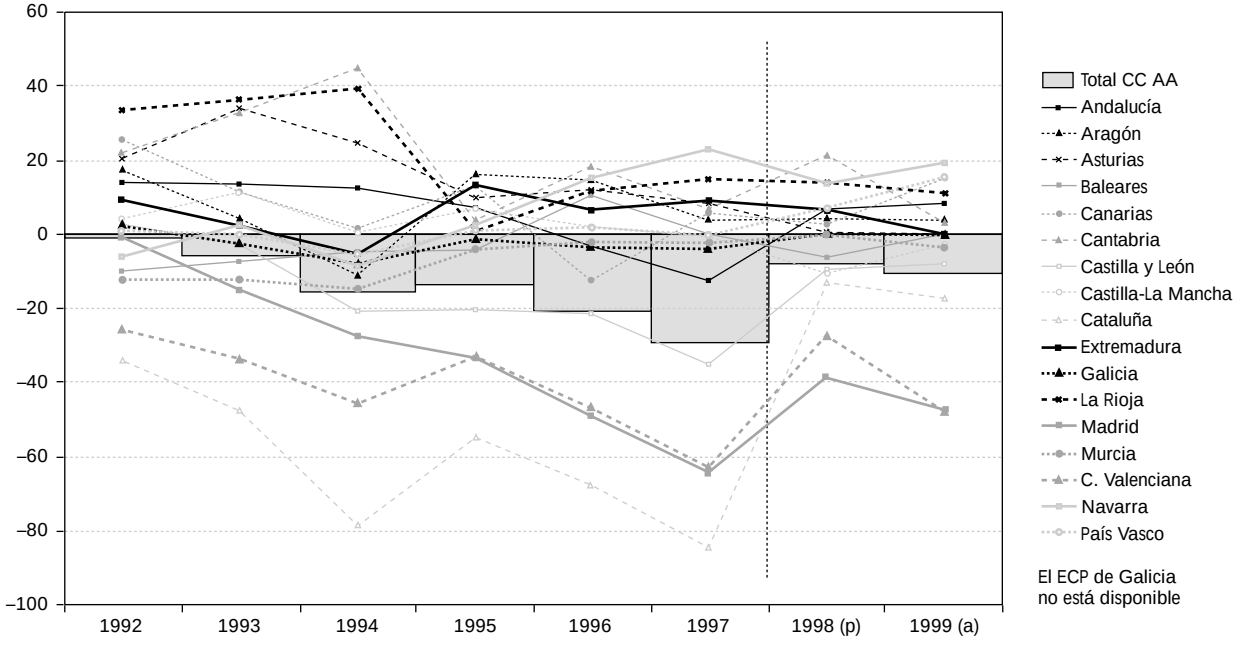
Pues bien, a pesar del aceptable grado de eficacia alcanzado inicialmente por los Escenarios de Consolidación Presupuestaria durante los primeros años de su vigencia (véase Gráfico 1), puede observarse que la falta de incentivos adecuados ha provocado un incumplimiento creciente, aspecto que no parece haber solventado la LGEP. Es más, como hemos indicado antes, otra de las posibilidades que podría haberse barajado para corregir las interferencias entre niveles de gobierno y facilitar la consecución de los objetivos macroeconómicos es un adecuado y correcto diseño de los límites institucionales que recaen sobre la deuda regional.

En nuestra opinión, incluso si se elevase fuertemente su nivel de severidad, esta alternativa ha presentado un grado de cumplimiento superior al de los ECP (véase, por ejemplo, el Gráfico 2 para el límite máximo del 25 por 100 fijado por la LOFCA) y es más respetuosa con la autonomía subcentral. Es más, la existencia de límites protege de la pérdida de la reputación que podría suponer la quiebra de una CA; potencia la capacidad del gobierno central para obligar a que las CC AA cumplan con los objetivos; y restringe los posibles comportamientos estratégicos de las CC AA en busca de mayores transferencias centrales, apoyándose en un comportamiento victimista. A pesar de ello, también los límites presentan un conjunto de problemas de diseño, por lo que es

[6] Pese a ello, es probable que las autorizaciones puedan tener cabida en los sistemas que optan por políticas preventivas frente a las punitivas. Aunque, en este caso, su utilización está sujeta a un cúmulo de condiciones, en especial haber superado o estar en el umbral del incumplimiento de los límites. Esto es, se podría optar por un esquema similar al implantado en Suiza, donde se emplea la autorización de la operación o el volumen de deuda cuando se alcanza un nivel crítico de endeudamiento. Además, dicho mecanismo permitiría subsanar uno de los principales problemas de la normativa nacional, la omisión de sanciones por incumplimiento de los límites, que de nuevo se ha definido vagamente en la LGEP (corresponsables frente a la Unión Europea y un plan financiero de saneamiento).

GRÁFICO 1

EVOLUCIÓN DEL GRADO DE CUMPLIMIENTO (+) O INCUMPLIMIENTO (-) DE LOS ECP PARA LAS CC AA*
(En %)



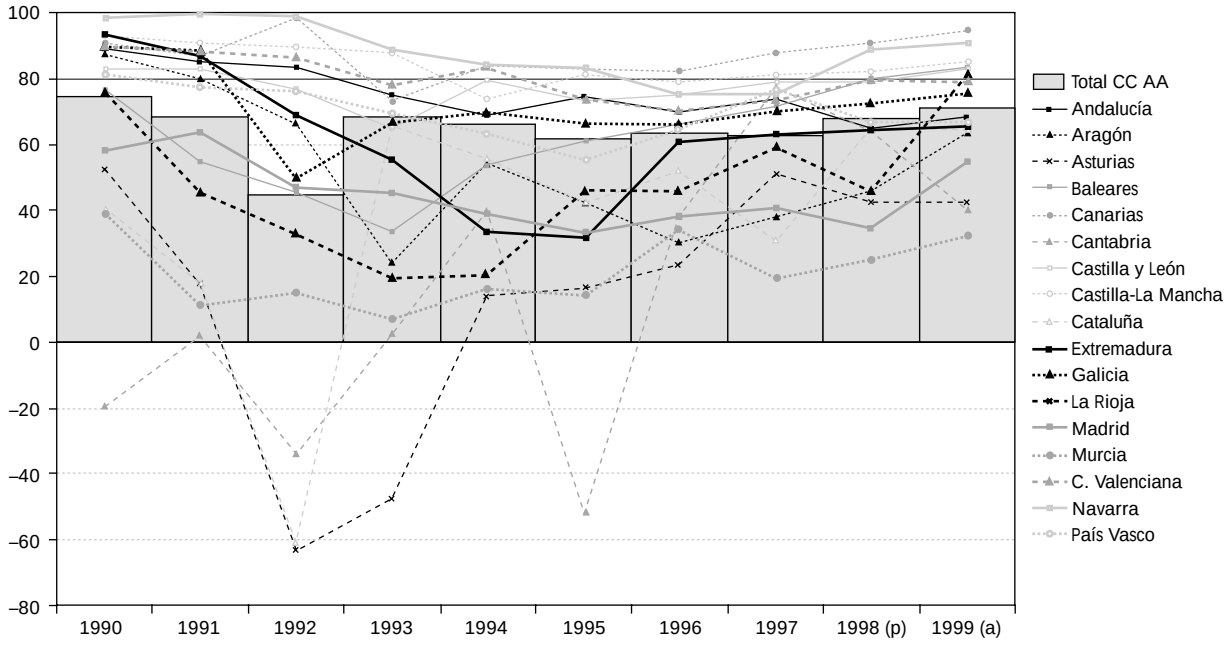
NOTAS: * (100 x [ECPPIB - STOCKPIB]/ECPPIB). (p) = presupuestado; (a) = avance.
FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos publicados por el Banco de España e INE.

necesario cierto grado de control central o coordinación de las políticas de endeudamiento, a nuestro entender, en el sentido de las políticas preventivas que hemos mencionado antes.

Tras estas reflexiones, y antes de pasar a la parte empírica, queremos resaltar dos aspectos. En primer lugar, debe tenerse en cuenta que si el mercado financiero funcionase correctamente, no serían necesarias otras restricciones institucionales adicionales, ya que el propio mercado elevaría el coste del endeudamiento o restringiría el crédito a aquellos gobiernos regionales con situaciones financieras poco saneadas. En segundo lugar, los fallos del mercado financiero y, especialmente, sus imperfecciones al disciplinar a los agentes públicos, nos permiten afirmar que entre las principales finalidades de los mecanismos de control se encuentra contribuir artificialmente a que el funcionamiento del mercado sea el correcto. Pues bien, con la estimación del modelo econométrico pretendemos determinar en qué medida el límite máximo de la LOFCA y los ECP han funcionado como indicadores adecuados para los agentes financieros del riesgo que suponen las CC AA. A partir de dichas estimaciones, podremos realizar una valoración de la LGEP, ya que el nuevo marco normativo opta por reforzar especialmente los ECP.

GRÁFICO 2

EVOLUCIÓN DEL GRADO DE CUMPLIMIENTO (+) O INCUMPLIMIENTO (-) DEL LÍMITE MÁXIMO DE LA LOFCA*
(En %)



NOTAS: * (100 x [25 - LOFCA] / 25). (p) = presupuestado; (a) = avance.
FUENTE: Elaboración propia a partir de los datos publicados por la Dirección General de Coordinación con las Haciendas Territoriales.

3. Una propuesta para la estimación del racionamiento crediticio en el ámbito autonómico

Una vez analizados brevemente los aspectos teóricos fundamentales, el objetivo de este apartado es abordar la especificación empírica concreta y las distintas hipótesis que vamos a utilizar en la estimación del modelo de oferta crediticia afrontada por las CC AA. En consecuencia, no desarrollamos un modelo que explique el comportamiento de la demanda de endeudamiento por parte de las CC AA, cuestión que, aunque tratada de forma incipiente por la literatura nacional, ha sido estudiada en los trabajos de Monasterio y Suárez (1993, 1996a), Garcia-Milá y McGuire (1994), Garcia-Milá, Goodspeed, y McGuire (1999), y Vallés (1999). No obstante, y aunque este tema no se trata de forma directa en el presente trabajo, es preciso tener en cuenta que el tipo de interés y el nivel de deuda están determinados simultáneamente por la interacción de la oferta y la demanda, generando este hecho problemas de endogeneidad que habrán de ser considerados, como explicaremos posteriormente, en la estimación econométrica.

Varias son las razones que han motivado nuestra aproximación alternativa al tema del endeudamiento autonómico, pudiendo destacar de entre ellas dos. Por una parte, la especificación de una función no lineal de la oferta de deuda, resultado de las

nuevas aportaciones teóricas, supone un enfoque novedoso en la literatura española sobre el endeudamiento autonómico[7]. Por otra, nuestra estimación amplía las posibles causas explicativas e incorpora ciertas modificaciones respecto a la literatura internacional revisada, especialmente las relativas a los mecanismos de control de la deuda autonómica, con objeto de adaptarse al contexto institucional español, que mejoran sensiblemente la bondad de la estimación.

En el ámbito regional, el trabajo empírico plantea una serie de problemas entre los que cabe mencionar las escasas posibilidades de realizar estudios econométricos basados en series históricas por el límite que supone la todavía reciente creación de la estructura territorial de la Administración. Sin embargo, creemos que esta dificultad se solventa, parcialmente, empleando datos de panel, dado que, por un lado, nos permite disminuir los problemas derivados del número reducido de períodos con que cuentan las series cronológicas y, por otro, incorporar los posibles comportamientos dispares de los diferentes gobiernos regionales.

Junto al problema que supone la reducida dimensión de las series temporales, subsisten dos adicionales: la disponibilidad de los datos necesarios y la comparabilidad de los mismos entre distintas jurisdicciones y ejercicios presupuestarios. Para solventar el primero de dichos obstáculos, hemos tenido que recurrir a la construcción de nuestra propia variable endógena, debiendo señalarse que dicha forma de aproximarnos a la variable explicativa puede afectar a la validez de nuestras estimaciones y conclusiones, si bien, hasta el momento, no existe otra posibilidad disponible. Por otro lado, para eludir el obstáculo que supone la comparación de las mismas magnitudes a lo largo del tiempo y entre CC AA con características distintas, tomaremos los datos como porcentaje del producto interior bruto (PIB).

El período objeto de estudio se limita al comprendido entre los ejercicios 1990 y 1995, ya que si han operado los mecanismos de restricción del endeudamiento, bien el mercado, bien los límites legales, es de esperar que lo hayan hecho en el momento en que la situación fiscal y económica fue menos favorable. Junto a ello, también hemos optado por dicha fase temporal debido a que la información sobre la deuda viva a corto plazo únicamente está disponible a partir de 1990, mientras que los gastos financieros por intereses son resultado de la deuda a largo y corto plazo, por lo que es necesario tener información de ambos tipos de deuda para aproximarse al tipo de interés medio que pagan las CC AA.

Llegados a este punto, vamos a abordar la exposición de las variables explicativas que pretendemos ensayar, y que aparecen agrupadas en argumentos institucionales, por una parte, y consideraciones fiscales o económicas, por otra. El objetivo de las primeras es acomodar la teoría al contexto específico de los gobiernos regionales en España, mientras las segundas pretenden aproximarse a distintos indicadores de riesgo crediticio que presentan las distintas CC AA.

Hipótesis institucionales

1) *Nivel competencial ($DCOMP_{it}$):* en este caso, se trata de dilucidar el posible impacto en la prima de riesgo que soportan las distintas CC AA con diversos niveles competenciales y, especialmente, por su importancia cuantitativa, los asumidos por las CC AA del artículo 151 (sanidad y educación). Bajo nuestro punto de vista, el signo esperado sería ambiguo, ya que las transferencias que cubren los gastos sanitarios y educativos pueden ser insuficientes, representando un mayor riesgo o, por contra, generar un excedente que podría ser destinado a otros gastos distintos.

2) *Evolución del período ($DTEND_{it}$):* también pretendemos determinar la posible modificación de la prima de riesgo a lo largo del período objeto de estudio, que podríamos atribuir a dos causas que operan en la misma dirección. Por una parte, desde 1992 ha funcionado un sistema en el que estaban vigentes los límites legales al endeudamiento y, adicionalmente, una coordinación con débiles incentivos impuesta desde el exterior

[7] A este respecto son relevantes las aportaciones de LANE (1993), EICHENGREEN y BAYOUMI (1994), BAYOUMI, GOLDSTEIN y WOGLOM (1995), MONASTERIO *et al.* (1999) y ALCALDE y VALLÉS (2002).

como consecuencia de los acuerdos alcanzados en Maastricht. Por otra, la perceptible disminución de los tipos de interés que se produce a lo largo del período analizado ha podido provocar una disminución del margen de maniobra de las entidades financieras a la hora de establecer la prima de riesgo. *A priori*, el signo esperado para el coeficiente de la variable DTEND sería negativo[8].

3) *Comunidades autónomas uniprovinciales ($DPROV_{it}$):* con esta variable intentamos captar la posible influencia del papel perverso que ha podido desempeñar la variable «unidades administrativas» en el porcentaje de participación en los ingresos del Estado, o el legado deficitario de las antiguas Diputaciones Provinciales, en la situación financiera de las CC AA uniprovinciales. El signo esperado es positivo.

4) *Margen de maniobra respecto a los topes máximos (MTM):* en este caso, pretendemos establecer la posible influencia sobre la prima de riesgo de la holgura existente en cada CA respecto al umbral máximo de endeudamiento pactado en los ECP *($MECP_{it}$)* o respecto al límite máximo fijado por la LOFCA *($MLOFCA_{it}$)*. El signo que cabría esperar para el coeficiente estimado de estas variables es negativo, es decir, aquellas CC AA cuya capacidad «normativa» de endeudamiento sea menor deberían soportar una prima de riesgo mayor, al encontrarse en una situación crediticia menos saneada y más próxima al límite máximo autorizado.

Hipótesis fiscales o económicas

1) *Capacidad fiscal:* queremos determinar en qué medida una mayor capacidad recaudatoria afectaría al nivel de la prima de riesgo soportada por las CC AA. En este caso, vamos a contrastar este argumento a través de distintas variables explicativas. Hemos empleado los ingresos tributarios propios *($TRIB_{it}$)*[9], el ahorro primario *($AHORR_{it}$)* y, finalmente, el PIB per cápita *($PIBPC_{it}$)* como posibles indicadores alternativos de la capacidad de las distintas CC AA para hacer frente a su deuda y, por ende, del posible riesgo financiero inherente a las mismas con relación al esfuerzo tributario que realizan, la situación financiera que ostentan, y la posible riqueza relativa de cada una de ellas. El signo esperado para todas estas especificaciones sería negativo, ya que una mayor capacidad supone un menor riesgo y, consecuentemente, debería implicar una prima de riesgo inferior.

2) *Necesidades de gasto:* pretendemos observar en qué medida las distintas necesidades de gasto de las CC AA, debidas a una mayor población *($POBRELAT_{it}$)*, o renta *($PIBRELAT_{it}$)*, son responsables de las variaciones observadas en la prima de riesgo soportada por las CC AA. Así, si se cumple la hipótesis reiteradamente mantenida de que los recursos que proporciona el sistema de financiación son insuficientes para cubrir las demandas de gasto que deben atender las CC AA, como consecuencia de que el sistema de financiación no es lo suficientemente flexible para adaptarse a demandas de gasto dispares, unas mayores necesidades de gasto pueden ir asociadas a un riesgo más elevado, dada la posible insuficiencia financiera que incorpora el sistema de financiación, y el coeficiente de esas variables debería ser positivo.

3) *Ciclo económico ($I(PIB)_{it}$):* la argumentación asociada a la tasa de crecimiento de la renta es la posible influencia que puede ejercer el ciclo económico en la situación financiera de las CC AA, y nos permitirá detectar en qué medida una tasa de crecimiento económico elevada contribuye a mejorar la situación financiera de las CC AA, causando una disminución en la prima de riesgo que soportan, y arrojando el coeficiente de la variable un signo negativo[10].

[8] Los efectos señalados han tratado de ser recogidos también a través de ficticias anuales e incorporando para cada uno de los años el tipo de interés de los bonos del Estado a 10 años (vencimiento medio de la deuda autonómica), sin que ninguna de estas dos variables mejore la estimación realizada con la variable DTEND.

[9] Sin embargo, esta relación puede verse debilitada por la naturaleza de lo que hemos denominado tributos propios, constituidos por tasas, impuestos directos e indirectos (tributos cedidos), que no se corresponde fielmente con las características atribuidas a los ingresos propios.

[10] Es necesario destacar que esta variable también puede responder a la hipótesis denominada de «capacidad fiscal».

CUADRO 2

SIGNOS ESPERADOS DE LAS VARIABLES

Símbolo	Hipótesis	Construccion de las variables	Signo esperado
Institucionales:			
DCOMP	Nivel competencial	Variable *dummy* que toma valor 1 para las CC AA de Régimen Común con nivel competencial alto, y 0 para las restantes.	Indeterminado
DTEND.....	Evolución del período	Variable cualitativa, que asignará 1 al primer ejercicio (1990) del período considerado (1990-1995), 2 al segundo año (1991), y así sucesivamente.	–
DPROV	CC AA uniprovinciales	Variable ficticia por la que concedemos valor 1 a las CCAA uniprovinciales, y 0 a las restantes.	+
MTM.....	Margen respecto al límite legal máximo de deuda	Hemos determinado el porcentaje que supone la diferencia entre el «tope máximo» de deuda establecido en la LOFCA para la carga del endeudamiento (gasto por intereses más amortización) respecto a ingresos corrientes, o en los ECP, y la situación deudora real de cada CA respecto al total autorizado.	–
Fiscales:			
TRIB	Esfuerzo tributario	Cociente entre los ingresos tributarios propios (impuestos directos e indirectos y tasas, precios públicos y otros ingresos) y el PIB regional.	–
AHORR.....	Situación presupuestaria	Cociente entre el ahorro primario (gastos corrientes, sin gastos financieros, menos ingresos corrientes) y el PIB regional.	–
PIBPC.....	Riqueza relativa	Cociente entre el PIB y la población regional.	–
Económicas:			
PIBRELAT.....	Necesidades de gasto	El PIB de cada Comunidad Autónoma respecto al PIB nacional.	+
POBRELAT.....	Necesidades de gasto	La población de cada Comunidad Autónoma respecto a la población nacional.	+
I(PIB)	Incremento anual en el PIB	La tasa interanual de crecimiento nominal del PIB.	–
SDEUDA	*Stock* de deuda	El *stock* de deuda dividido por el PIB.	+

FUENTE: Elaboración propia.

4) *Stock de deuda (SDEUDA$_{it}$):* intentaremos comprobar el grado de incidencia del *stock* de deuda de cada CA sobre la prima de riesgo. En este caso, el signo esperado será positivo, ya que un mayor nivel de deuda acumulado supone un riesgo crediticio superior, que será castigado con una prima más elevada.

De todo este análisis, hemos sintetizado la información que aparece en el Cuadro 2, y que presenta las distintas variables escogidas, los símbolos, la construcción de las mismas y el signo esperado.

Especificación del modelo

Una vez analizadas las distintas variables que pueden ser sometidas a contraste, debemos pasar a establecer la especificación concreta del modelo. Así, nuestra hipótesis nula consiste en que, atendiendo al contexto institucional del endeudamiento autonómico, debería poder explicarse la prima de riesgo que soporta cada CA como una función no lineal del nivel de endeudamiento, de los elementos institucionales del sistema de descentralización, y de algunos factores que pueden influir en el

riesgo de insolvencia o en la capacidad de las CC AA para hacer frente a sus obligaciones. El modelo que vamos a estimar a través de mínimos cuadrados no lineales con datos de panel es:

$$PR_{it} = c + a\,DTEND_{it} + \frac{b\,SDEUDA_{it} + d\,DCOMP_{it} + e\,DPROV_{it} + f\,MTM_{it} + g\,CAPACIDAD_{it} + h\,NECESIDAD_{it} + j\,I(PIB)_{it}}{1 - k\,SDEUDA_{it}}$$

donde: i = CC AA; t = año (1990-1995); DX = variable *dummy;* $I(X)$ = incremento anual; MTM = margen respecto al ECP o al límite máximo de la LOFCA; $NECESIDAD = pobrelat_{it}$ o $pibrelat_{it}$; y $CAPACIDAD = trib_{it}$, $ahorr_{it}$ o $pibpc_{it}$.

En cuanto a la especificación concreta de una forma funcional no lineal es preciso mencionar que responde al modelo teórico en que se basa nuestro planteamiento de la hipótesis de la disciplina del mercado. De forma intuitiva, la hipótesis del mercado como instrumento que disciplina el endeudamiento regional considera que los tipos de interés aumentarán paulatinamente a una tasa creciente con el nivel de deuda, suministrando a los prestatarios un incentivo para evitar una deuda excesiva. No obstante, si este estímulo fracasa, los mercados pueden responder denegando el acceso a nuevos créditos a los deudores irresponsables[11]. En consecuencia, el modelo teórico subyacente establece una relación no lineal entre la prima de riesgo y el *stock* de deuda, existiendo un «tope» máximo de endeudamiento subcentral a partir del cual se retira la confianza a los deudores y no se les permite contraer nuevas deudas. Esta ausencia de linealidad ha sido contrastada, para el caso norteamericano, en los trabajos de Eichengreen y Bayoumi (1994) y Bayoumi, Goldstein, y Woglom (1995).

Con respecto a la variable a explicar o endógena, cabe decir que es una aproximación a la prima de riesgo (PR_{it}), calculada como el cociente entre gastos financieros por intereses y el *stock* de deuda a 31 de diciembre, menos la misma relación para la media de CC AA. Somos conscientes de que el resultado obtenido no es más que una aproximación a la posible prima de riesgo soportada por cada CA, pero debe tenerse en cuenta que, por el momento, no se dispone de otra forma alternativa para poder estimar la ecuación planteada[12].

Por otro lado, cabe señalar que, aunque resultaría de gran interés poder utilizar, en lugar de un tipo de interés medio, el tipo de interés correspondiente a cada nueva emisión de deuda, también en este caso existirían problemas asociados a la comparabilidad entre las diferentes emisiones, ya que el tipo de interés viene afectado, además de por la prima de riesgo, por otros factores, como puede ser el vencimiento medio de cada emisión.

Finalmente, debemos referirnos a las fuentes estadísticas empleadas. Para los datos relativos a la liquidación de los presupuestos de las CC AA se ha recurrido a la Dirección General de Coordinación con las Haciendas Territoriales. Los datos sobre *stock* de deuda son publicados por el Banco de España en su Boletín Económico. Por último, la información relativa al producto interior bruto y a la población se ha obtenido de la Contabilidad Regional de España (Instituto Nacional de Estadística).

4. Estimación econométrica para la teoría del racionamiento crediticio en el contexto autonómico

Una vez revisadas las hipótesis y especificado el modelo a estimar, se va a describir brevemente el procedimiento seguido

[11] Un amplio desarrollo de los aspectos teóricos esenciales sobre el mercado como instrumento disciplinador y sobre la relación teórica que existe entre la prima de riesgo y el *stock* de deuda puede consultarse en ALCALDE y VALLÉS (2002), que además verifican la presencia de una forma funcional no lineal en el caso de los gobiernos regionales españoles.

[12] Adicionalmente, se ha estimado el modelo con otras dos construcciones alternativas de la variable endógena. Así, calculando la prima con respecto al valor mediano obtenido entre las CC AA, los resultados obtenidos apenas se modifican. Por otro lado, calculando la prima de riesgo con respecto al tipo de interés correspondiente al vencimiento medio de la deuda autonómica (bonos a 10 años), se obtiene un peor ajuste del modelo.

para la determinación de los modelos con que trabajaremos bajo el entorno del TSP 4.3. En una primera fase, y para la endógena que se planteaba, hemos procedido a estimar los modelos que incorporan, en primera instancia, sólo un conjunto parcial de las variables explicativas o hipótesis revisadas, ya que el método de estimación utiliza un procedimiento iterativo que difícilmente lograría la convergencia si se introducen todas la variables exógenas de una sola vez[13]. Una vez obtenida una estimación inicial de los parámetros, se fueron introduciendo las restantes variables explicativas, conservándolas en la estimación en función de su *t-estadístico* y del R^2*-corregido* obtenido en las ecuaciones resultantes, y comprobando que no existen problemas de multicolinealidad relevantes entre las variables exógenas.

Dado que el *stock* de deuda puede presentar problemas de endogeneidad, se comparan los resultados obtenidos, cuando dicho problema es obviado, con los que se derivan de un procedimiento de estimación en dos etapas. Así, este último procedimiento supone estimar en una primera fase el *stock* de deuda en función de un conjunto de variables exógenas para, posteriormente, en una segunda etapa, sustituir en la función de oferta a estimar el *stock* de deuda real por los valores predichos para el mismo obtenidos en la primera fase.

Para estimar el *stock* de deuda *(STOCKRFIT)*, hemos tomado como punto de partida los trabajos de Monasterio y Suárez (1993, 1996a). Las variables explicativas que se han mostrado como significativas en la estimación mínimo cuadrática del *stock* de deuda son una variable *dummy* que recoge la entrada en vigor de los ECP, el nivel de gastos en sueldos y salarios y bienes y servicios corrientes respecto al PIB, la tasa de crecimiento del PIB, una dummy para las CC AA uniprovinciales, y tres variables ficticias representativas de tres CC AA (Canarias, Cantabria, y Murcia), cuyas observaciones constituyen *outliers*.

Como mencionan Nelson y Startz (1990), unas variables instrumentales no significativas pueden conducir a problemas en la estimación. La comprobación de la adecuación de nuestras variables instrumentales se desprende de que se rechaza fácilmente la no significatividad conjunta de las variables instrumentales, y el R^2 es del 0´806, próximo al que obtienen Monasterio y Suárez (1993, 1996a) en sus estimaciones del stock de endeudamiento, que son las únicas que hemos encontrado sobre la deuda viva de las CC AA. Por tanto, podemos concluir que las variables instrumentales tienen un poder explicativo razonable de la variable que presenta problemas de endogeneidad. Además, el contraste de Sargan, presentado en el cuadro de resultados, se muestra favorable a la validez de los instrumentos utilizados.

Como paso previo a establecer los resultados, queremos subrayar la necesaria cautela con que deben ser tomados, ya que los ajustes obtenidos no son todo lo buenos que se puede desear, y la aproximación a la prima de riesgo tampoco se ajusta exactamente al concepto real del término. Sin embargo, también debemos apuntar que nuestras estimaciones están en línea o mejoran la bondad de los ajustes que obtienen las especificaciones de los distintos trabajos revisados (R^2 en torno al 0,2)[14].

En el Cuadro 3 se muestran los principales resultados obtenidos. En las columnas segunda, tercera y cuarta del cuadro aparecen los coeficientes de las variables y sus respectivos *t-estadísticos* para la estimación de una función que considera una relación de carácter lineal entre la prima de riesgo y las variables explicativas, incluida el *stock* de deuda. Las columnas quinta, sexta y

[13] Teniendo en cuenta el modelo teórico y las estimaciones previas existentes, el conjunto de variables tomado como punto de partida estaba compuesto por la variable ficticia que captura la reducción de los tipos de interés y la entrada en funcionamiento de los ECP, el *stock* de deuda respecto al PIB, el margen de maniobra de cada CA respecto al «tope máximo» pactado en los ECP y, finalmente, y de forma alternativa, una variable representativa de la capacidad de devolución de la deuda.

[14] El autor quiere aclarar que la consideración de la forma funcional lineal tiene exclusivamente una finalidad ilustrativa. Así, a pesar de que la especificación lineal arroja una mayor bondad explicativa, dicha especificación no sólo se aleja del modelo teórico sino que supondría que no existe una relación entre la prima de riesgo y el *stock* de deuda, ¿alguien puede pensar que el mayor coste soportado por las CC AA no depende de la posición deudora global de las mismas?.

CUADRO 3

MODELOS PARA LA RETIRADA DEL NUEVO CRÉDITO A LAS CC AA DE RÉGIMEN COMÚN

	Lineales			No lineales		
	Sin variables instrumentales	Con variables instrumentales		Sin variables instrumentales	Con variables instrumentales	
		MECP	*MLOFCA*		*MECP*	*MLOFCA*
C	0,213**	0,215**	0,246**	0,205**	0,204**	0,221**
	(14,021)	(14,131)	(16,211)	(13,087)	(13,1259)	(14,1298)
DCOMP						
DTEND	-0,014**	-0,015**	- 0,017**	-0,014**	-0,014**	-0,016**
	(-7,169)	(-7,483)	(9,159)	(-8,868)	(-9,229)	(-10,1620)
DPROV						
MTM[1]	0,0004**	0,0004**	- 0,033**	0,00006**	0,0007**	-0,006**
	(2,778)	(2,717)	(4,842)	(3,206)	(2,758)	(-3,827)
I(PIB)						
SDEUDA	-0,031	0,083	0,141	-0,001	0,013*	0,057**
	(-0,154)	(0,389)	(0,724)	(-0,132)	(2,212)	(3,859)
SDEUDA (denominador)				12,499**	15,006**	13,361**
				(20,241)	(84,654)	(101,017)
Capacidad de pago:						
TRIB						
AHORR	-1,958**	-1,828**	- 0,852*	-0,468**	-0,186**	-0,191*
	(-3,819)	(-3,901)	(2,033)	(-3,206)	(-2,932)	(-2,246)
PIBPC						
Necesidades de gasto:						
POBRELAT						
PIBRELAT						
R^2	0,606	0,607	0,665	0,571	0,564	0,581
R^2-corregido	0,588	0,588	0,649	0,544	0,538	0,556
F-Hausman (exogeneidad)	7,998			4,218		
Sargan (instrumentos)		4,216	4,021		3,753	3,564
Observaciones	90	90	90	90	90	90

NOTAS: El valor del estadístico «t-Student» aparece entre paréntesis debajo del coeficiente estimado:
* Indica significativamente distinto de 0 a un nivel de confianza del 95 por 100 en el contraste bilateral
** Indica significativamente distinto de 0 a un nivel de confianza del 99 por 100 en el contraste bilateral
[1] Puesto que las estimaciones sin variables instrumentales tienen una finalidad ilustrativa, tan sólo hemos incluido los resultados de los modelos que consideran la variable *MECP*.
FUENTE: Elaboración propia.

séptima recogen los coeficientes y *t-estadísticos* obtenidos al realizar una estimación no lineal de la función. Los resultados de las columnas segunda y quinta se han obtenido sin considerar la endogeneidad del *stock* de deuda, mientras que los de las columnas tercera, cuarta, sexta y séptima proceden del método de estimación en dos etapas anteriormente comentado. Como se observa, el signo de los coeficientes y su significatividad se mantiene bastante estable para todas las variables en todos los modelos estimados, salvo por lo que respecta a la variable *stock* de deuda, cuestión que comentaremos más adelante.

Centrándonos en los resultados que se muestran en las últimas columnas del cuadro, podemos destacar las siguientes conclusiones. Respecto a las variables institucionales, al menos tres hechos merecen una mención especial. En primer lugar, la significatividad y la obtención del signo esperado de la variable DTEND parece indicar que la importante reducción de los tipos

de interés, y la mayor severidad de los controles que estableció el nivel central sobre los gobiernos regionales a lo largo del período objeto de estudio han provocado una reducción sensible en la prima de riesgo.

En segundo lugar, el coeficiente obtenido para el margen de maniobra de que goza cada CA respecto al objetivo pactado en los ECP *(MECP)* muestra un signo contrario al esperado y significativo. Las posibles explicaciones que podemos dar a dicho resultado son las siguientes. i) la falta de información y difusión de los acuerdos que han rodeado a dichos Pactos es una primera razón que podría justificar un comportamiento no esperado del mercado financiero. ii) podemos recordar el argumento esgrimido por Robbins (1973), que justificaba dicho resultado por el temor que pueden sentir los actuales tenedores de deuda por tener que competir en el futuro, y en caso de insolvencia, con los suscriptores de nuevas emisiones. iii) como se discute en Vallés (1999), y también parecen apuntar Monasterio y Suárez (1996a) y Gallastegui (1995, páginas 56-58), el mal diseño y, especialmente, la renegociación de los ECP para hacer que coincida *a posteriori* la deuda real con el objetivo, a costa de las CC AA que han respetado los acuerdos, puede ser uno de los motivos que se encuentra detrás de este signo no esperado.

Frente a dicho resultado, la variable que representa el margen de maniobra de que disponen las CC AA respecto al tope máximo de deuda que marca la LOFCA presenta un coeficiente significativo, pero en este caso con el signo previsto. Así, aquellas CC AA que ostentan una situación financiera menos saneada según el límite LOFCA han soportado unas primas de riesgo mayores. Esto nos hace pensar que en la medida en que la LGEP descansa especialmente en la coordinación como mecanismo de control del endeudamiento regional, y caso de no evitarse el secretismo que ha rodeado a los ECP y establecerse los cauces de información adecuados, dicho cambio normativo supondría un error estratégico frente a la potenciación del actual límite LOFCA.

La última cuestión relacionada con las variables institucionales es la relativa a las características particulares de las CC AA, como aquéllas que son uniprovinciales o que tienen mayores niveles competenciales, que no han supuesto un comportamiento dispar. Ello puede ser debido a que dichos elementos diferenciadores han ido perdiendo importancia a lo largo de la evolución del marco autonómico.

Por la vertiente de las variables fiscales, el indicador de capacidad de pago que mejores resultados ha proporcionado, con diferencia, ha sido el ahorro primario, siendo en todos los casos significativo y mostrando el signo negativo esperado. Podemos atribuir a este resultado dos posibles explicaciones. Por un lado, el ahorro corriente es un indicador mejor de la situación presupuestaria global (ingresos y gastos) y, por ende, de la capacidad de devolución de la deuda. Los ingresos tributarios y el PIB per cápita reflejarían la capacidad para obtener ingresos y es necesario tener en cuenta que la normativa vigente a lo largo del período objeto de estudio impide que se produzcan disparidades importantes en las recaudaciones. Por otro lado, es importante señalar que, según la LOFCA, el uso del endeudamiento queda restringido a la financiación de gastos de capital o inversión, por lo que aquellas CC AA que optan por una mayor contribución de su ahorro primario a la financiación de dichos gastos tienen unas menores necesidades de endeudamiento y, por ende, representan un menor riesgo crediticio.

En cuanto a las variables económicas, no hemos obtenido ningún resultado significativo para los dos indicadores alternativos de las necesidades de gasto que hemos considerado y, tampoco, para la tasa de crecimiento del PIB[15]. No obstante, como cabía esperar, sí que hemos encontrado una relación positiva entre la prima de riesgo que soportan las CC AA y el nivel alcanzado por su deuda viva.

Finalmente, el coeficiente no lineal de la ecuación es significativo y arroja el signo esperado, indicando que es necesario establecer una especificación no lineal. Además, la evidencia empírica disponible advierte que el sistema financiero retira su

[15] La causa de la no significatividad de *I(PIB)* podría ser debida a su endogeneidad. Se comprobó que la inclusión de dos variables alternativas representativas del ciclo económico, la población parada en cada CC AA respecto a la población parada total y la tasa de crecimiento de dicha variable, tampoco eran significativas.

confianza para la concesión de nuevos créditos a una CA para valores medios del *stock* deuda en torno al 6´7 por 100 de la ratio «deuda/PIB» con ECP. Este resultado, supone aproximadamente un nivel que está un 10 por 100 por encima del valor medio más elevado observado a lo largo del período (6´1 por 100 en 1995), lo que otorga todavía cierto margen de maniobra para la mayoría de las CC AA.

Sin embargo, de nuevo, es necesario apuntar que el mercado financiero valora más un sistema en el que domina el límite máximo establecido por la LOFCA, que uno basado en la coordinación, ya que el umbral para el cual el mercado financiero retira su confianza bajo dicho control de deuda sube hasta el 7,5 por 100 para la relación «deuda/PIB». La posible explicación a dicha pauta de comportamiento se podría encontrar en la distinta severidad que suponen los límites LOFCA y la política de coordinación y, por tanto, la reforma que propone la LGEP debería hacer especial hincapié en el correcto funcionamiento de los mecanismos que garantizan el respeto por parte de las CC AA de los escenarios pactados y los esquemas de sanción para introducir sólidos incentivos que eviten el incumplimiento.

5. Conclusiones

Los resultados presentados en este trabajo indican que el mercado financiero introduce estímulos para alejar a las CC AA españolas de un endeudamiento excesivo, aplicándoles una prima de riesgo que crece de forma no lineal con su nivel de endeudamiento. Esta evidencia es, por tanto, consistente con la hipótesis de que el sistema financiero actúa como garante de la disciplina presupuestaria subcentral, si bien entendemos que la confirmación definitiva de esta hipótesis requeriría dar un paso más, y analizar cómo responde el endeudamiento autonómico a los estímulos introducidos por el mercado, cuestión que trataremos de abordar en futuras investigaciones.

No obstante, las condiciones necesarias para que el mercado funcione de forma eficaz son muy restrictivas. Entre éstas, podemos mencionar la libre movilidad del capital; la ausencia de fuentes de financiación privilegiada; la disponibilidad a tiempo de una información veraz sobre la situación financiera y la solvencia de los distintos gobiernos regionales; la no presencia de efectos externos entre las primas de riesgo de las distintas regiones; la existencia de problemas relacionados con la responsabilidad de la deuda subcentral; un sistema financiero fuerte que pueda soportar la quiebra de alguna jurisdicción y que preste el mismo trato que a otros clientes; y, finalmente, una amplia tradición de negociación de la deuda en el mercado, que parece, por el momento, más propia de mercados anglosajones que europeos.

La evidencia disponible sobre el incumplimiento de dichos prerrequisitos en el caso español sugiere que, si bien, de acuerdo con los resultados obtenidos, el mercado parece haber introducido cierto grado de disciplina sobre las políticas de endeudamiento autonómico, esto no puede suponer que deban ser excluidos como instrumentos de acompañamiento la coordinación y los límites legales, e incluso, llegado el caso, cierta centralización, que pueden cumplir funciones complementarias o cubrir otras finalidades. Por ejemplo, el mercado financiero no puede valorar cuestiones como la compatibilidad de la política de endeudamiento autonómico con los objetivos de la política económica nacional, o la rentabilidad social de los proyectos financiados con los fondos obtenidos. Más aún, dado que los otros mecanismos de control también adolecen de ciertas carencias, creemos que es necesario que los tres se combinen para evitar posibles vías de escape y comportamientos estratégicos de las CC AA.

Junto a ello, creemos que hemos aportado evidencia suficiente para poder concluir que, según demuestra el comportamiento mostrado por las CC AA hasta 1995, el mercado financiero ha valorado mejor el funcionamiento de los límites máximos establecidos por la LOFCA que los acuerdos de coordinación de las políticas de endeudamiento entre el nivel central y las CC AA. En especial, creemos que dichos resultados podrían estar reflejando el secretismo que ha rodeado a los ECP; la negociación unilateral y por separado de los mismos entre el nivel central y cada CA; la ausencia de difusión de los pactos alcanzados y su grado de cumplimiento; y, probablemente, el menor nivel de

severidad que suponen dichos acuerdos de coordinación frente a los límites institucionales. Todos estos aspectos son contemplados por la LGEP, con mayor o menor fortuna, pero todavía no podemos avanzar nada del diseño concreto y funcionamiento en la práctica de los mismos, siendo esta una cuestión decisiva como hemos explicado.

Referencias bibliograficas

[1] ALCALDE, N. y VALLÉS, J. (2002): «El mercado financiero y el racionamiento del crédito. Estudio del caso de los gobiernos regionales en España», *Hacienda Pública Española. Revista de Economía Pública*, número160-(I/2002), páginas 77-102.

[2] BAYOUMI, T.; GOLDSTEIN, M. y WOGLOM, G. (1995): «Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from the U.S. States», *Journal of Money, Credit and Banking*, volumen 27, número 4, páginas 1.046-1.059.

[3] EICHENGREEN, B. y BAYOUMI, T. (1994): «The Political Economy of Fiscal Restrictions: Implications for Europe from the United States», *European Economic Review*, volumen 38, números 3-4, páginas 783-791.

[4] GALLASTEGUI, M. C. (1995): «El déficit público, los criterios de convergencia y el papel de las Comunidades Autónomas», *Estado y Economía. Elementos para un debate*, Fundación Banco Bilbao-Vizcaya, páginas 45-78.

[5] GARCÍA-MILÁ, T. y McGUIRE, T. (1994): «Financiación de las CC AA: análisis del gasto y la renta», *Revista de Economía Aplicada*, volumen I, número 3, invierno.

[6] GARCÍA-MILÁ, T.; GOODSPEED, T. J. y McGUIRE, T. J. (1999): «Fiscal Decentralitation Policies and Sub-national Government Debt», *Jornada sobre la deuda autonómica y el modelo de descentralización fiscal español*, Mimeo (borrador provisional), *htt://www.fedea.es.*

[7] KIEWIET, D. R. y SZAKALY, K. (1996): «Constitutional Limitations on Borrowing: An Analysis of State Bonded Indebtedness», *The Journal of Law, Economics, and Organization*, páginas 62-97.

[8] LANE, T. D. (1993): «Market Discipline», *Staff Papers*, International Monetary Fund, volumen 40, número 1, páginas 53-88.

[9] MONASTERIO ESCUDERO, C. y SUÁREZ PANDIELLO, J. (1993): *El endeudamiento autonómico. Teoría y evidencia empírica*, Centro de Estudios sobre Economía Pública de la Fundación Banco Bilbao Vizcaya, Bilbao.

[10] MONASTERIO, C.; PÉREZ, F.; SEVILLA, J. V. y SOLE, J. (1995): «Informe sobre el actual sistema de financiación autonómica y sus problemas (Libro Blanco sobre Financiación de las Comunidades Autónomas)», *Cuadernos de Actualidad*, número 3, año VI, páginas 85-94.

[11] MONASTERIO ESCUDERO, C. y SUÁREZ PANDIELLO, J. (1996a): «Sobre las causas del endeudamiento autonómico», *III Congreso de Economía Pública*, Sevilla.

[12] MONASTERIO ESCUDERO, C. y SUÁREZ PANDIELLO, J. (1996b): *Manual de hacienda autonómica y local*, Ariel Economía, Barcelona.

[13] MONASTERIO ESCUDERO, C.; SANCHEZ, I. y BLANCO, F. (1999): *Controles internos del endeudamiento autonómico versus racionamiento del crédito: estudio especial del caso de las CC AA españolas*, Centro de Estudios sobre Economía Pública de la Fundación Banco Bilbao Vizcaya, Bilbao.

[14] NELSON, C. y STARTZ, R. (1990): «The Distribution of the Instrumental Variables Estimator and its *t-ratio* when the Instrument is a Poor One», *Journal of Business*, volumen 63, número 1, páginas 125-140.

[15] POTERBA, J. M. (1995): «Capital Budgets, Borrowing Rules, and State Capital Spending», *Journal of Public Economics*, volumen 56, número 2, páginas 165-187.

[16] ROBBINS, D. (1973): «Credit Ratings and the Market for General Obligations Municipal Bonds», *National Tax Journal*, número 26, páginas 17-27.

[17] TER-MINASSIAN, T. y CRAIG, J. (1997): «Control of Subnational Government Borrowing», en TERMINASSIAN, *Fiscal Federalism in Theory and Practice*, ed. FMI, Washington, páginas 156-175.

[18] VALLÉS, J. (1999): *El control de la deuda subcentral: análisis teórico y aplicado. El caso del endeudamiento autonómico*, Tesis Doctoral, Universidad de Zaragoza.

[19] VALLÉS, J. (2001): «El acceso al endeudamiento de las haciendas autonómicas: un análisis de la normativa», *Información Comercial Española. Revista de Economía*, número 790, páginas 182-206.