

Disciplina de mercado y endeudamiento autonómico¹

ROBERTO FERNÁNDEZ LLERA

rflera@correo.uniovi.es

Departamento de Economía – Universidad de Oviedo

Resumen

Existen multitud de argumentos económicos y políticos para que los gobiernos recurran al endeudamiento para financiar sus necesidades de gasto. Sin embargo, estos mismos argumentos podrían servir como excusa para justificar conductas financieras irresponsables, comprometiendo la solvencia del propio sistema financiero y la estabilidad macroeconómica. En los países federales o con un elevado grado de descentralización este riesgo se acrecienta, toda vez que las competencias de gasto e ingreso son compartidas por un mayor número de Administraciones Públicas. Con todo ello, el mercado de deuda, mediante la elevación de los tipos de interés y la negación del crédito constituye una vía para imponer disciplina sobre las finanzas públicas, siempre y cuando funcione bajo determinadas condiciones de optimalidad que en muchas ocasiones no se cumplen. El trabajo analiza estas condiciones ideales desde un enfoque teórico, contrastando su validez empírica para el caso de las Comunidades Autónomas de España.

Palabras clave: endeudamiento, disciplina de mercado, Comunidades Autónomas.

Códigos JEL: E61, H62, H74.

¹ El presente trabajo ha recibido financiación de la Fundación Banco Herrero (Convocatoria de Ayudas a la Investigación 2003). El autor desea agradecer la ayuda prestada por la profesora Marián García Valiñas en la realización de las estimaciones econométricas, si bien puede considerarse exenta de cualquier responsabilidad en los posibles errores.

1. Introducción.

El mercado financiero constituye el entorno dentro del cual se efectúan las operaciones de endeudamiento y préstamo entre particulares, empresas, gobiernos o cualquier otro ente público o privado. Los recursos excedentarios de algunos agentes (prestamistas) se transfieren hacia aquéllos con necesidades temporales de financiación (prestatarios) a cambio de un precio (tipo de interés) que variará en función de una serie de indicadores de la solvencia del deudor.

El papel del mercado financiero no se limita al de foro de intercambio, sino que puede constituir un eficaz mecanismo para controlar el endeudamiento de los demandantes de crédito, contribuyendo a aminorar los peligros derivados de un exceso de endeudamiento. La *disciplina de mercado* será efectiva sólo si el deudor o prestatario soporta unos mayores tipos de interés en función de sus ratios de solvencia o si, en el extremo, es expulsado del mercado mediante el establecimiento de tipos de interés prohibitivos o a través de la negación de nuevos créditos.

El objetivo de este trabajo será analizar las condiciones que debe cumplir el mercado financiero y sus agentes para que el mecanismo de precios pueda ejercer una adecuada disciplina. En el apartado 2 se presentarán las principales condiciones teóricas y algunos contrastes empíricos de las mismas para el ámbito de los gobiernos subcentrales en países federales. En el siguiente epígrafe se propondrán nuevas validaciones de la hipótesis de la disciplina de mercado para el caso de las Comunidades Autónomas en España, aplicando diferentes técnicas descriptivas y econométricas. Un último apartado cerrará el trabajo con las principales conclusiones.

2. Disciplina de mercado en el ámbito de los gobiernos subcentrales.

2.1. Condiciones teóricas.

Para Lane (1993) las condiciones que el mercado de deuda debe cumplir para ejercer una adecuada disciplina sobre los demandantes públicos de crédito se resumen en las siguientes.

Mercado abierto y libre

Todo gobierno debe estar sujeto a las reglas del mercado en igualdad de condiciones a cualquier otro agente público o privado. Los tipos de interés que soporte deberían ser un reflejo de sus características financieras particulares, evitando situaciones de privilegio caracterizadas por tipos *artificialmente* bajos o por un acceso ilimitado al crédito. Uno de los medios más habituales para lograr este tipo de condiciones ventajosas ha sido tradicionalmente la intermediación de instituciones financieras propias o, en todo caso, aquéllas susceptibles de ser controladas políticamente. Si la institución encargada de facilitar el crédito o el aval a un gobierno subcentral se encuentra dirigida por éste –o incluso por un gobierno *afín* de nivel superior- podrán autorizarse operaciones de endeudamiento de dudosa justificación económica pero muy favorables para el gobierno solicitante. Para Dafflon (1996) la consecuencia final de este proceso sería la «segmentación» del mercado de capitales, ocasionando problemas de eficiencia y de equidad. Primero, porque la elección de las instituciones financieras se realizaría sobre la base de criterios de *identidad regional* y no por criterios económicos. Segundo, porque algunas regiones o localidades gozarían de ventajas financieras exclusivas, permitiendo un acceso más ventajoso a los recursos crediticios.²

Información precisa y transparente

La apertura del mercado debe ir acompañada de un elevado grado de información acerca de los agentes implicados, especialmente de los demandantes de crédito. Para el prestamista resulta esencial conocer las características particulares de los deudores en términos de ratios financieros, así como la cuantía de sus operaciones (presupuestarias y extrapresupuestarias), su estructura socioeconómica y el contexto político en que se desenvuelve. A partir de todos estos indicadores, el potencial prestamista podrá estimar la solvencia del deudor, haciendo depender la concesión del crédito a la obtención de una evaluación positiva. Sin embargo, la práctica demuestra que la ocultación del endeudamiento indirecto o la escasa documentación de algunas operaciones suele ser bastante habitual, dificultando el ejercicio de una efectiva

² Sirvan como ejemplos de este tipo de conductas desestabilizadoras los Bancos Provinciales de Argentina y los Bancos Estatales en Brasil, así como las Cajas de Ahorro españolas sobre las cuales se volverá más adelante.

disciplina de mercado. Existe además un riesgo adicional de *contagio* o percepción por parte de los financiadores de que todos los gobiernos sin excepción incurrir en enmascaramiento de sus deudas, incluyendo en la categoría de insolventes también a los que gozan de buena salud financiera. Parece obvio que la solución a una información deficiente pasa por una mejora en los mecanismos de publicación y seguimiento de las operaciones de endeudamiento, especialmente en las que ahora carecen del mínimo soporte documental: operaciones con proveedores, deuda de tesorería, avales y garantías y endeudamiento extrapresupuestario. Por otra parte, el refuerzo del papel desempeñado por las agencias de evaluación crediticia (públicas, semipúblicas o privadas) debe impulsarse, haciendo que sean obligatorios sus informes favorables en determinados casos y tratando de homogeneizar los criterios fundamentales. En el Cuadro 1 se han sintetizado las razones por las cuales resulta relevante una buena evaluación crediticia o *rating*, así como los principales criterios que una de las principales agencias de evaluación considera más relevantes a la hora de catalogar un gobierno subcentral como solvente.

Cuadro 1: Evaluación del riesgo crediticio subcentral (rating).

DEFINICIÓN	Opinión independiente sobre la habilidad futura de pago, las obligaciones legales y el compromiso moral del prestatario para satisfacer sus obligaciones financieras.
NO SON	Recomendaciones de compra o venta de productos financieros.
	Opiniones o juicios de valor sobre la calidad general del gobierno.
	Evaluaciones sobre los proyectos a financiar con recurso al crédito.
AGENCIAS MÁS IMPORTANTES	Moody's, Standard & Poor's, Fitch IBCA, Duff & Phelps (las cuatro de EE.UU.).
CRITERIOS (Moody's)	MARCO INSTITUCIONAL: garantía y supervisión nacional, transferencias fiscales.
	FUNDAMENTOS ECONÓMICOS: base económica, perfil socioeconómico.
	MARCO PRESUPUESTARIO: base fiscal, políticas de gasto, reparto de funciones, presiones cíclicas y estructurales, presupuestación plurianual.
	PERFILES DE DEUDA: marco legal, nivel y estructura de la deuda, futuras necesidades.
	ESTRUCTURA GUBERNAMENTAL Y DINÁMICA POLÍTICA: instituciones políticas, calidad de la administración, poder del gobierno.

Fuente: Elaboración propia y www.moodys.com.

Como bien afirma Kopits (2001: pág. 15), la transparencia resultaría necesaria tanto en el marco de una política discrecional como en un contexto caracterizado por la existencia de normas predeterminadas, ya que incentiva las buenas prácticas fiscales y coadyuva a la eficacia de las restricciones explícitas. González-Páramo (2001: págs. 29-33) es aún más categórico al afirmar que el efecto disciplinador de la transparencia

sobre el endeudamiento es, en la práctica, mayor al de cualquier otra institución presupuestaria.

La transparencia presupuestaria debe incluir un reparto de funciones claramente delimitado entre los diferentes agentes implicados, un cuidadoso tratamiento del presupuesto en todas sus fases, la minimización de las operaciones no controlables y demás *vías de escape* y mejoras en los cauces de información dentro del Sector Público y de éste con el Sector Privado. En el Cuadro 2 se resumen estas líneas maestras siguiendo el criterio el *Código de buenas prácticas*, incluido en el *Manual de Transparencia Fiscal* del Fondo Monetario Internacional (2001).

Cuadro 2: Requisitos básicos de transparencia fiscal.

CLARA DEFINICIÓN DE FUNCIONES Y RESPONSABILIDADES	<ul style="list-style-type: none"> - Estructura del Gobierno y el resto del Sector Público. - Relaciones internas y externas del Sector Público.
ACCESO DEL PÚBLICO A LA INFORMACIÓN	<ul style="list-style-type: none"> - Documentos que incluyan todas las operaciones formales y extrapresupuestarias detalladamente. - Justificación pública de gastos e ingresos. - Publicación de cifras del endeudamiento real total y su estructura. - Obligación legal de publicación en todos los niveles de gobierno.
TRANSPARENCIA EN TODAS LAS FASES DEL PRESUPUESTO	<ul style="list-style-type: none"> - Elaboración anual, realista y coherente con el marco económico general. - Sistema contable integrado y desglosado para todas las partidas. - Publicación de informes periódicos de evolución. - Respeto escrupuloso al cronograma del presupuesto.
GARANTÍAS DE INTEGRIDAD	<ul style="list-style-type: none"> - Presupuestos ajustados por coyuntura. - Estabilidad y homogeneidad en la normativa contable. - Comparación de los datos fiscales según diferentes fuentes. - Órgano independiente de auditoría.

Fuente: FMI (2001).

Prohibición de los rescates financieros (bailouts) a los gobiernos insolventes

Si el mercado financiero percibe que las deudas de un gobierno insolvente serán asumidas, llegado el caso y de manera explícita o implícita, por un gobierno de nivel superior o por alguna institución crediticia pública se eliminan por completo los incentivos a implementar conductas financieras responsables. Este problema de riesgo moral provoca una menor preocupación del deudor respecto de sus indicadores de solvencia, mientras que el prestamista oferta fondos a tipos de interés subóptimos, impidiendo la expulsión del mercado del primero y, en todo caso, elevando la demanda

de deuda por parte del Sector Público subcentral hasta niveles excesivos. De otra parte, los particulares y las empresas pueden ver incrementados sus costes relativos de endeudamiento de tal forma que podría producirse un efecto expulsión (*crowding out*) que derivaría en una caída de la inversión privada, financiada en gran parte mediante el recurso al crédito. Por todo ello, el compromiso con la prohibición de rescate financiero debe ser creíble en un doble sentido. Por un lado, debe recogerse explícitamente en un soporte formal adecuado (Constitución o leyes básicas) y, por otra parte, debe incluir incentivos suficientes para que se cumpla por todas las partes implicadas. Para lograr esto último se deben enviar al mercado señales que permitan a los acreedores confiar en la ausencia de rescate financiero, procurando evitar de manera especial la creencia generalizada de que un determinado gobierno es «demasiado grande para fallar» y por tanto, susceptible de acceder a un crédito ilimitado a bajos tipos de interés.³

A la prohibición expresa de acudir en rescate financiero de un gobierno subcentral, Ahmad (1999) añade las siguientes medidas concretas para reducir el problema de riesgo moral. En primer lugar, una mejora sustancial en la transparencia de las operaciones crediticias, acompañada de una definición explícita de los procedimientos a seguir en caso de insolvencia o bancarrota gubernamental. Ello incluiría el mantenimiento de la provisión de servicios públicos básicos, mientras simultáneamente se procede a la reestructuración financiera.⁴ En segundo lugar, se debe garantizar la suficiencia financiera de los gobiernos subcentrales mediante las oportunas cesiones tributarias y la creación de tributos propios, quedando el endeudamiento como el recurso de cierre del sistema. De otro modo, el mercado estaría considerando la existencia de un rescate financiero implícito por parte del gobierno central, ya que la base fiscal del gobierno subcentral sería demasiado exigua para garantizar la devolución de la deuda. Tercero, a juicio del autor resultaría indispensable separar los sistemas fiscal y financiero, lo que en la práctica se traduce en Bancos Centrales independientes, banca comercial privada pero supervisada desde el Sector Público y –como ya hemos apuntado más arriba- minimización o ausencia de las instituciones financieras propias o

³ Un ejemplo paradigmático se puede encontrar en la UE, donde desde 1992 han quedado explícitamente prohibidos todo tipo de rescates financieros a cualquier Estado Miembro utilizando los fondos comunitarios. Este compromiso resulta creíble por una doble vía, ya que se recoge en el Tratado de la Unión Europea y, por otro lado, el reducido tamaño del presupuesto (máximo del 1'27% del PIB) envía una señal al mercado que refuerza la creencia de que los fondos comunes son insuficientes para acometer un saneamiento financiero nacional. Sin embargo este acuerdo formal podría ser eludido mediante una ilegítima utilización de los fondos de solidaridad (Estructurales y de Cohesión) reorientados intencionadamente hacia un Estado Miembro con severos problemas de endeudamiento.

⁴ Schwartz (2002) propone un modelo de *Ley de Reestructuración de la Deuda de los Gobiernos Subnacionales* en la que se establece el procedimiento a seguir en los casos de graves dificultades financieras.

controladas políticamente. En cuarto lugar, Ahmad (1999) recomienda una «descentralización de mercados» o privatización de algunos servicios públicos con el objeto de que puedan seguir prestándose por otras compañías en caso de que la titular de los mismos se declare en quiebra. Los rígidos procedimientos administrativos impiden este tipo de prácticas dentro del Sector Público. Por último, también contribuiría a reducir el riesgo moral asociado a los rescates financieros la prohibición o limitación del endeudamiento extrapresupuestario no sujeto a control formal.

Adecuada respuesta del deudor a las señales del mercado financiero

En la situación teórica ideal, el deudor debería ser capaz de responder a los incrementos en los tipos de interés –incluso anticipándose a los mismos– mediante una reducción en su demanda de deuda con el objetivo de no ser excluido del mercado en el futuro. Sin embargo, existen dos fallos principales en el mercado que impiden o retrasan esta reacción. Por un lado, el horizonte temporal en que se desenvuelven los gobiernos se encuentra muy mediatizado por el calendario electoral a corto plazo, que en la mayoría de los casos sesga los presupuestos hacia el déficit. En segundo lugar, existe un problema de «ética del incumplimiento del pago de la deuda» (Buchanan, 1991) o de selección adversa de deudores, producido cuando algunos gobiernos incrementan su demanda de deuda por encima de sus necesidades reales, ya sea porque intencionadamente planean no devolverla, porque pretenden forzar una renegociación de las condiciones o bien porque esperan declararse insolventes en el futuro, independientemente de que recurran o no a nuevo endeudamiento. Una adecuada evaluación de la capacidad financiera de cada gobierno que también tenga en cuenta el ciclo electoral, la vinculación de la deuda a proyectos de inversión debidamente justificados y, en su caso, las sanciones derivadas del incumplimiento son los mecanismos que podrían acercar la respuesta del deudor a las señales del mercado.

Para Dafflon (2001) existe una fuerza adicional, exclusiva de los países fiscalmente federales, que puede contribuir tanto a reforzar como a debilitar, según el caso, la disciplina de mercado sobre la política de endeudamiento de los gobiernos subcentrales. Si se verifican las condiciones del modelo de Tiebout (1956), los residentes de una región o localidad descontentos con la combinación de gastos e ingresos ofertados por su gobierno, podrán emigrar a otra jurisdicción más acorde con

sus preferencias individuales. En el contexto de una fuerte cultura de disciplina fiscal, la *amenaza de la emigración* puede operar como un incentivo para la ejecución de políticas fiscales y financieras responsables. Sin embargo, parece más probable que los gobiernos se aprovechen de unos votantes fiscalmente ilusionados y se decanten por políticas activas de déficit y deuda. Para evitar este tipo de incentivos perversos se requeriría de una regulación por parte del gobierno central que limitase de alguna manera estos dos parámetros de la política fiscal de los gobiernos subcentrales.

2.2. Evidencia empírica internacional.

Los trabajos empíricos que han evaluado la eficacia limitadora del mercado financiero sobre el endeudamiento de los gobiernos subcentrales ha descansado sobre tres pilares básicos. Por un lado, la variación en el tipo de interés como respuesta a incrementos en la demanda de deuda. De otra parte, el efecto distorsionante de los intermediarios financieros propios o influenciados por el poder político. Por último, el efecto de los rescates financieros explícitos o implícitos.

Bayoumi, Goldstein y Woglom (1995) han evaluado la disciplina de mercado utilizando los datos de bonos estatales en 38 gobiernos intermedios de los Estados Unidos durante el periodo 1981-1990. Logran estimar una función de oferta de bonos no lineal en la que la variable dependiente son los intereses pagados por el Estado por la deuda emitida, concluyendo que cada porcentaje unitario de incremento en el ratio deuda/PIB supone un pago adicional de intereses de casi 19 puntos básicos. La no-linealidad de la función de oferta de bonos se comprueba al sustituir en la misma los valores medios y extremos, habiéndose estimado una horquilla que va desde los 8'7 puntos básicos de incremento hasta los 37'9, pasando por los 23 que se obtienen en promedio. En todo caso, aunque parece que la disciplina de mercado opera con razonable eficacia, es importante señalar que en este modelo también se había recogido el efecto de las restricciones fiscales bajo un indicador sintético que resultó significativo en la regresión.

De Mello (2001) no comparte las anteriores conclusiones y así, comienza por plantear dos hipótesis alternativas acerca de los costes del endeudamiento subcentral. Una «optimista», en virtud de la cual los niveles inferiores de gobierno soportarían

menores costes derivados de una gestión más eficiente de los recursos motivada, a su vez, por la descentralización fiscal. Contrariamente, la hipótesis «pesimista» induce a pensar en mayores costes por causa de la pérdida de control central sobre la política de endeudamiento, pero también por los desequilibrios fiscales verticales que obligan a recurrir al crédito para financiar parte de los gastos. Para contrastar estas dos hipótesis, el autor toma datos de varios gobiernos locales en 20 países de la OCDE para el periodo 1970-1995 y estima dos ecuaciones en las que las variables endógenas son, respectivamente, los costes (tipos de interés pagados) del endeudamiento y la carga de los intereses respecto a los ingresos impositivos locales. Entre las variables independientes, la única que resulta significativa en todas las regresiones efectuadas es el «ratio de dependencia fiscal», definido como la proporción que suponen las transferencias intergubernamentales sobre los ingresos locales totales. En todos los casos el coeficiente estimado tiene signo positivo y valor inferior a la unidad, es decir, una menor autonomía financiera de los gobiernos locales conlleva unos mayores costes de endeudamiento, aunque sin alcanzar la proporcionalidad completa. En cambio, el coeficiente asociado al volumen de deuda del gobierno local (referida al periodo anterior) resulta estadísticamente insignificante, lo mismo que los costes soportados por el gobierno central. En cierta medida estas conclusiones se podrían interpretar como una deficiente respuesta del gobierno local a las señales del mercado financiero o, lo que es lo mismo, una ineficaz disciplina de mercado.

Poterba y Rueben (2001) evalúan el efecto de los *shocks* presupuestarios inesperados sobre los costes del endeudamiento en 39 gobiernos estatales de los Estados Unidos (1988-1998). Ni esta variable –medida como la diferencia entre el saldo fiscal real y las previsiones presupuestarias de gastos e ingresos- ni la deuda viva como proporción de los ingresos previstos presentan relevancia estadística, aunque su efecto es siempre el de aumentar ligeramente los costes de la deuda emitida por el gobierno estatal. En principio parecería que la disciplina de mercado no opera eficazmente, efecto que se refuerza en un contexto de inexistencia o laxitud de restricciones fiscales. Por el contrario, las limitaciones más severas –por ejemplo, a la emisión de deuda- servirían para reducir o incluso, anular, el incremento en los costes del endeudamiento derivado de un inesperado *shock* fiscal.

Por último, los rescates financieros o asunción de deudas por parte de otros niveles de gobierno son ampliamente relatados por Von Hagen *et al.* (2000). Su trabajo constituye un repaso histórico de cuatro casos de estudio donde se incluyen países constitucionalmente federales (Alemania y Australia), otro con un elevado grado de descentralización (Italia) y un Estado unitario (Suecia). En concreto, resulta de especial interés la respuesta dada por el mercado financiero tras la asunción de deudas que el Gobierno Federal Alemán efectuó sobre los *Länder* de Bremen y Saarland. Estas jurisdicciones habían sufrido de severas crisis económicas a partir de 1980 y, en consecuencia, una elevación considerable de sus niveles de endeudamiento. Las ayudas que otorgó el Gobierno Federal se articularon en forma de subvenciones a fondo periodo de manera gradual, a cambio del compromiso de estos Estados con la reducción de su endeudamiento. Una vez concluido el saneamiento, la agencia de evaluación crediticia *Fitch IBCA* otorgaría la máxima valoración a todos los gobiernos intermedios alemanes sin excepción, argumentando su decisión sobre tres puntos. Primero, la interdependencia de los procesos presupuestarios federal y estatal; segundo, la *lectura amplia* de la Constitución, que obliga al Gobierno federal a rescatar a los gobiernos subcentrales con problemas financieros; tercero, el diseño del sistema alemán de subvenciones perecuatorias, diseñado expresamente para evitar crisis derivadas de caídas en los ingresos fiscales. Todo ello hizo imposible que el mercado otorgase diferentes valoraciones de acuerdo con los criterios estándar de solvencia, teniendo en cuenta que la garantía –más o menos implícita- de rescate financiero deterioró la disciplina de mercado hasta convertirla en una fuerza sin capacidad de limitación efectiva sobre el endeudamiento subcentral.

Como señalan Ter-Minassian y Craig (1997) sólo las provincias canadienses y los gobiernos estatales de Brasil entre los países federales, han gozado tradicionalmente de libertad para tomar fondos a préstamo, sin más limitaciones que las que el propio mercado estableciese. La consecuencia ha sido un evidente deterioro de sus finanzas públicas en los últimos 30 años y la progresiva rotación hacia un marco caracterizado por la aparición de reglas predeterminadas.⁵

⁵ En Australia el proceso ha ido en sentido contrario, desde los controles directos hasta la disciplina pura de mercado, habiendo experimentado con reglas predeterminadas durante el decenio 1984-1994.

2.3. Evidencia empírica para las Comunidades Autónomas en España.

La evaluación de la disciplina de mercado en España sobre los gobiernos subcentrales no ha sido excesivamente abordada en la literatura hasta el momento. El trabajo más completo es el de Monasterio Escudero *et al.* (1999) para el caso de las Comunidades Autónomas, en el que realizan diferentes tests para contrastar cada una de las hipótesis de Lane (1993). En primer lugar, detectan una relación directa y estadísticamente significativa entre el volumen de deuda que las Comunidades Autónomas tiene contraída con las Cajas de Ahorro y el número de representantes públicos en la Asamblea General de éstas. Es fácil deducir que la politización de los órganos de gestión de estas instituciones financieras ha derivado en una concesión de empréstitos a los gobiernos autonómicos, muchas veces en condiciones altamente favorables. Por otro lado, los autores también comprueban con un simple análisis descriptivo que el deterioro de los *rating* crediticios de las Comunidades Autónomas ha discurrido en paralelo al incremento de su volumen de deuda. En tercer lugar, en el trabajo referido se estima un modelo cuya variable endógena son los intereses y gastos financieros pagados respecto al volumen medio de deuda. La carga de la deuda (intereses más amortizaciones respecto a los ingresos corrientes) y el ratio deuda/PIB constituyen las variables independientes que, tras efectuar la regresión, resultan significativas a los niveles habituales. La carga de la deuda presenta un signo positivo, demostrando que una peor situación financiera lleva aparejada unos mayores costes de endeudamiento. En cambio, un mayor volumen relativo de deuda reduciría tales costes, lo cual en principio contradice el argumento que subyace detrás de la disciplina de mercado. Los propios autores explican esta aparente contradicción a partir de la «reducción importante de los tipos de interés desde 1995» pero sobre todo por la facilidad de las Comunidades Autónomas más endeudadas para acceder a canales privilegiados de crédito. Por último, Monasterio Escudero *et al.* (1999) construyen un índice sintético de endeudamiento⁶, comprobando que el mercado financiero ha ejercido una mayor disciplina sobre las Comunidades Autónomas más endeudadas y ello se habría traducido en la adopción de medidas tendentes a aumentar su solvencia.

⁶ A partir de indicadores como el volumen relativo de deuda, la carga de la deuda, el cumplimiento de la *regla de oro* (destino de la deuda a la financiación de inversiones) y de los Escenarios de Consolidación Presupuestaria y un índice de confianza del mercado financiero.

Velasco Pérez (1999) utiliza la metodología estadística del análisis discriminante para obtener, a partir de variables presupuestarias y económicas, una aproximación de los *ratings* publicados por las agencias de evaluación crediticia. En su trabajo, concluye que la renta relativa de cada Comunidad Autónoma influye decisivamente en la obtención de una calificación de riesgo positiva. Esto implica que, con independencia de la gestión presupuestaria llevada a cabo por el correspondiente gobierno Autonómico, las jurisdicciones con mayores niveles de renta tendrán mayores facilidades para obtener un *rating* favorable. Entre el resto de variables, el grado de autonomía financiera (ingresos propios respecto a ingresos totales) tiene también un importante reflejo en una mayor valoración crediticia otorgada por el mercado financiero a las Comunidades Autónomas.

Por su parte, García-Milá, Goodspeed y McGuire (2001) construyen un modelo empírico para contrastar los diferentes efectos de los rescates financieros en las Comunidades Autónomas españolas de Régimen Común, un evidente escenario de «federalismo incompleto» durante el periodo referido (1984-1995). Las ecuaciones incluyen variables *dummy* para aquellas regiones que han asumido, respectivamente, Educación y Sanidad; otra para distinguir a las Comunidades Autónomas uniprovinciales (por haber absorbido a las administraciones provinciales) y 11 más para cada uno de los años de estudio. En términos *per capita*, se observa que la renta resulta muy significativa para el incremento del endeudamiento en las regiones con mayores niveles competenciales,⁷ lo que denota la insuficiencia de las subvenciones estatales para cubrir sus necesidades de gasto. El efecto de la renta relativa (proporción que supone la renta regional respecto de la renta nacional) y de la población relativa (proporción que supone la población de la región respecto de la población del Estado) sólo es significativo en las Comunidades Autónomas con amplias responsabilidades de gasto. El signo de la regresión es positivo en ambos casos, es decir, estas dos variables indican que las regiones más grandes perciben una restricción presupuestaria blanda y, más en concreto, confían en que el Estado vaya a compensar el endeudamiento del periodo anterior considerado globalmente. De esta manera, se beneficiarían de una elevada porción del montante total, en virtud de su mayor tamaño relativo y, por tanto, cuidarían en menor medida de racionar su endeudamiento. Todo ello apuntala los

⁷ Andalucía, Canarias, Cataluña, Galicia y Comunidad Valenciana. La distinción la marcan la asunción de competencias en Educación y Sanidad.

argumentos de gran parte de los Gobiernos Autonómicos a favor de una mayor corresponsabilidad fiscal o, en su defecto, de mayores transferencias desde el Estado.

Alcalde Fradejas y Vallés Giménez (2002) plantean un modelo similar al de Bayoumi, Goldstein y Woglom (1995) para el caso de las Comunidades Autónomas. Toman como variable dependiente una aproximación de la prima de riesgo crediticio, calculada como el cociente entre los gastos financieros por intereses y el *stock* de deuda viva al final de cada ejercicio, menos la misma relación para las Comunidades Autónomas. Las variables independientes son clasificadas en tres grandes categorías que recogen características institucionales, fiscales y económicas. La estimación del modelo se realiza por mínimos cuadrados no lineales con un panel de datos para las 15 Comunidades Autónomas de Régimen Común en el periodo 1990-1995 (90 observaciones). Concluyen que las variables económicas, indicadoras de necesidades de gasto, no resultan significativas en ninguna de las especificaciones alternativas del modelo. Entre las que muestran la capacidad de pago de las Comunidades Autónomas, las variables que mejores resultados proporcionan son el esfuerzo fiscal propio⁸ y sobre todo el ahorro primario relativo.⁹ Esta última, como era de esperar, presenta un coeficiente con signo negativo, mostrando que un mayor ahorro primario reduce significativamente la prima de riesgo que soporta la Comunidad Autónoma. El trabajo concluye afirmando que cuando la ratio deuda/PIB llegase a superar el 6'7% del PIB, el mercado financiero retiraría la confianza al Gobierno deudor, negándole la concesión de nuevos créditos. En cualquier caso, ninguna de las Comunidades Autónomas en el periodo estudiado había alcanzado dicho nivel, por lo que existiría cierto margen de maniobra para incurrir en endeudamiento adicional.

3. Contrastando la disciplina de mercado para las Comunidades Autónomas.

3.1. La influencia política en las Cajas de Ahorro.

En primer lugar se ha querido estudiar si las Cajas de Ahorro favorecen financieramente de alguna forma a las Comunidades Autónomas. Para ello se ha

⁸ Cociente entre los ingresos fiscales propios (capítulos I a III) y el PIB autonómico.

⁹ Cociente entre el ahorro corriente (excluidos los gastos financieros) y el PIB autonómico.

procedido en primer lugar a analizar la presencia de representantes públicos en la Asamblea General de las Cajas bajo los requisitos que establecía la LORCA¹⁰ y los que ha impuesto la nueva Ley Financiera¹¹ vigente desde finales de 2002.

Cuadro 3: Representantes públicos en la Asamblea General de las Cajas de Ahorro.

%	Municipios	Impositores	Comunidad Autónoma	Fundadores	Empleados	Otras instituciones
LORCA	40	44	nsc	11	5	nsc
Andalucía	35	28	21	9	7	
Aragón	42	41		10	7	
Asturias	40	20		35	5	
Baleares	34	39	6	16	5	
Canarias	44	26	10	10	5	5
Cantabria	38	22	25	10	5	
Castilla y León	32	32	15	5	11	5
Castilla-La Mancha	40	22	21	10	7	
Cataluña	15-25	30-40		25-35	5-15	
C. Valenciana	28	28	28	5	11	
Extremadura	40	44		11	5	
Galicia	15-25	30-40		25-35	5-15	
Madrid	32	28	12	20	8	
Murcia	40	20		35	5	
Navarra	40	44		11	5	
País Vasco	32	41		22	5	
La Rioja	31	31		33	5	
Promedio	34,7	31,7	8,1	16,2	7,2	0,6
Ley 44/2002	nsc	25-50	nsc	nsc	5-15	nsc
Promedio*	29,2	34,4	7,6	15,8	8,3	3,4

nsc: No se contempla. * Tras la total adaptación autonómica a la Ley 44/2002.

Fuente: Elaboración propia a partir de las respectivas normativas estatales y autonómicas.

En el Cuadro 3 se desglosa por Comunidades Autónomas la trasposición autonómica de la LORCA, observándose que, en promedio y en la mayoría de los casos, los representantes de Corporaciones de Derecho Público suponen más del 50% de la representación total. Debe tenerse en cuenta que la aparente “infrarrepresentación” de los Municipios es sobradamente compensada por las cuotas de las Comunidades Autónomas y las Entidades Fundadoras, ya que muchas de éstas últimas son también

¹⁰ Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre Órganos Rectores de las Cajas de Ahorro.

¹¹ Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Corporaciones Locales. La Ley 44/2002 limita la representación pública al 50%, incluidas las cuotas directas y las indirectas a través del grupo de Entidades Fundadoras. Esta medida ha sido justificada por el legislador como un mecanismo para evitar posibles tratos de favor a las Comunidades Autónomas por parte de las Cajas de Ahorro bajo su jurisdicción. La consecuencia inmediata es que, en promedio, la participación conjunta de los Municipios y las Comunidades Autónomas ha descendido en 6 puntos porcentuales. Por el contrario, los representantes de los impositores y los trabajadores habrían ganado una cuota de 3'8 puntos respecto a la situación anterior. Las Entidades Fundadoras prácticamente no varían su porcentaje medio de representación y sí lo hace al alza el grupo de Otras Instituciones. Observando los datos desagregados por Comunidades Autónomas la tendencia se mantiene, si bien en la mayoría de los casos la representación pública se sitúa en el 50% máximo permitido por la Ley 44/2002.

Cuadro 4: Endeudamiento materializado en préstamos y créditos no comerciales con Cajas de Ahorro.

	Millones de euros corrientes									Variación	Deuda con Cajas respecto a...	
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1995-2003 (%)	Préstamos y créditos no comerciales	Deuda total
Andalucía	361	331	481	447	453	518	516	547	555	53,9	21,4	7,6
Aragón	192	234	319	253	162	136	113	89	81	-57,9	24,2	20,9
Asturias	126	114	120	135	129	150	101	122	120	-4,9	22,9	22,9
Baleares	18	18	36	19	42	49	34	79	106	487,9	18,4	11,2
Canarias	120	144	114	92	98	78	86	56	48	-60,1	18,4	11,0
Cantabria	66	72	84	85	91	75	33	31	23	-65,2	34,2	31,6
Castilla y León	198	162	234	182	222	201	254	158	154	-22,4	29,3	19,3
Castilla-La Mancha	144	150	198	174	119	129	96	121	170	17,9	33,0	24,7
Cataluña	1.082	1.400	1.400	1.224	1.205	837	557	480	425	-60,7	21,1	11,9
C. Valenciana	252	403	216	200	479	474	558	524	658	160,7	19,9	8,7
Extremadura	72	72	90	121	155	146	175	249	249	245,3	23,1	23,1
Galicia	301	294	246	220	209	205	364	307	332	10,5	20,8	10,5
Madrid	307	409	361	468	779	1.394	2.609	981	1.202	292,1	30,1	19,8
Murcia	120	114	144	145	110	85	67	47	70	-41,8	27,7	17,1
Navarra	nd	nd	nd	3	1	1	4	0	0	nd	66,7	nd
País Vasco	6	12	6	2	nd	78	17	13	15	149,6	92,5	nd
La Rioja	36	36	36	22	21	21	22	24	30	-16,8	20,8	20,8
TOTAL CC.AA.	3.402	3.967	4.087	3.792	4.275	4.577	5.606	3.828	4.238	24,6	24,1	12,2

Nota: Los datos se corresponden a diciembre de cada año y junio de 2003. Sólo incluyen la Administración General.

Fuente: Elaboración propia con los datos del Banco de España.

En el Cuadro 4 se muestra el volumen de créditos que las Cajas de Ahorro concedieron a los Gobiernos Autonómicos entre los años 1995 y 2003. Se observa en primer lugar la creciente importancia de esta vía de financiación, que ha incrementado su valor corriente un 24'6% en promedio durante este periodo. Algunas Comunidades Autónomas han superado ampliamente este valor y, en los casos más extremos, el volumen de deuda gestionada por las Cajas de Ahorro en junio de 2003 es más del doble que en 1995 (País Vasco y Comunidad Valenciana), más del triple (Extremadura y Madrid) e incluso se ha multiplicado por 5'87 (Balears). También en promedio, la importancia relativa de los préstamos y créditos concedidos por las Cajas de Ahorro es considerable. Casi la cuarta parte del total de préstamos y créditos no comerciales y más del 12% de la deuda total está contraída con estas entidades financieras. Superan ambos promedios las Comunidades Autónomas de Aragón, Cantabria, Castilla-La Mancha, Castilla y León, Madrid y Murcia, todas ellas incluidas dentro del grupo de Comunidades Autónomas de competencias reducidas durante el periodo estudiado, si bien no puede afirmarse que este haya sido el determinante de su mayor "predilección" por las Cajas de Ahorro para canalizar su endeudamiento. Parece claro, por tanto, que la presencia pública en los Órganos de Gobierno de las Cajas de Ahorro ha devenido en un factor distorsionador de la disciplina de mercado.

3.2. Un modelo empírico para evaluar la disciplina de mercado.

Con el objetivo de completar el contraste de la hipótesis de disciplina de mercado en el ámbito de las Comunidades Autónomas se ha procedido a estimar el modelo planteado en la Expresión (1).

$$TIPOS = f(P, E, r) \quad (1)$$

La variable dependiente (*TIPOS*) es el tipo de interés medio soportado por la Comunidad Autónoma que depende de una serie de indicadores presupuestarios (*P*), económicos (*E*) y de la calificación crediticia o *rating* que otorgan las agencias de evaluación (*r*). Si la disciplina de mercado opera satisfactoriamente, los Gobiernos Autonómicos deudores con peores ratios de solvencia o con condiciones económicas más desfavorables deberían soportar un mayor tipo de interés, en virtud de sus mayores dificultades para hacer frente a la devolución del crédito y los intereses devengados. Por

la misma razón, una buena evaluación crediticia enviaría una señal al mercado acerca de la solvencia de la Comunidad Autónoma y, en consecuencia, a ésta le resultaría más fácil acceder a nuevos créditos. En el cuadro 5 se describen con detalle todas las variables empleadas en el análisis.

Cuadro 5: Variables empleadas en las estimaciones.

VECTOR	VARIABLES	FORMALIZACIÓN	Signo esperado
TIPOS	TIPOS	Tipo de interés medio soportado [Capítulo III Gastos / Deuda viva media]	Variable dependiente
P	GAS	Gasto total por habitante	+
	CAR	Carga de la deuda [Capítulos III y IX Gastos / Capítulos I a V Ingresos]	+
	AUT	Grado de autonomía financiera [Capítulos I a III Ingresos / Ingresos totales]	-
	SUP	Superávit per capita [Capacidad / necesidad de financiación por habitante]	-
	DEU	Deuda viva per capita	+
	FOR	Comunidades Autónomas de Régimen Foral [forales=1; resto=0]	?
E	PIB	Producto Interior Bruto per capita	-
	IPC	Tasa de crecimiento anual del IPC en diciembre	+
r	RAT	Transformación lineal de la evaluación crediticia	-

Fuente: Elaboración propia.

Ante la ausencia de mejores datos, el tipo de interés medio se ha aproximado mediante el cociente entre los gastos financieros (capítulo III) y la deuda viva media del periodo. Es de esperar que mayores valores en las variables *GAS*, *CAR*, *DEU* e *IPC* conduzcan a un castigo por parte del mercado financiero en forma de mayores tipos de interés. Por el contrario, un mayor grado de autonomía financiera, así como un resultado presupuestario más positivo y una renta relativa elevada favorecerán a la Comunidad Autónoma con menores tipos de interés por su endeudamiento. Se ha incluido una variable dicotómica para distinguir a las Comunidades Autónomas de Régimen Foral, caracterizadas por una (cuasi)total autonomía financiera y de gasto. El signo esperado para esta variable no está tan claro *a priori*. En el Cuadro 6 se muestran los estadísticos descriptivos de las variables numéricas.

Cuadro 6: Estadísticos descriptivos básicos.

Variable	Promedio	Desviación típica	Mínimo	Máximo
TIPOS	0,0763	0,0220	0,0027	0,1377
GAS	1.390	738	404	3.901
CAR	0,0995	0,0573	0,0208	0,3797
AUT	0,2797	0,2152	0,0134	0,9338
SUP	-3,6	-40,6	-181,2	96,0
DEU	667,5	337,3	225,3	155,7
PIB	11.800,9	2.460.812,0	6.842.839,0	17.116,0
INF	2,9	1,1	0,5	5,7
RAT	3	1	0	5

Fuente: Elaboración propia.

Las variables presupuestarias se toman en euros corrientes de las respectivas liquidaciones presupuestarias, mientras que la cuantificación del PIB se ha realizado en moneda constante de 1995, razón por la que se ha incluido a continuación la tasa de inflación interanual medida a través del Índice de Precios al Consumo (IPC) desagregado territorialmente. Las variables presupuestarias se han obtenido de la *Base de Datos del Sector Público* (BADESPE) del Instituto de Estudios Fiscales,¹² cuya fuente primaria es la Dirección General de Fondos Comunitarios y Financiación Territorial del Ministerio de Hacienda. Las cifras territorializadas de PIB e inflación son suministradas por el Instituto Nacional de Estadística.¹³

Se ha dejado para el final la descripción de la variable *RAT* por su especial interés. Su inclusión podría considerarse redundante con el resto de variables independientes, si bien parece más acertada la hipótesis defendida por Liu y Takor (1984), para quienes la exclusión de los *rating* sería ineficiente, ya que estos indicadores añaden información valiosa y desconocida no aportada por el resto de variables. Las evaluaciones crediticias provienen de las agencias de evaluación *Moody's*, *Standard & Poors* y *Fitch Ibc*a.¹⁴ La construcción exacta de esta última variable se detalla a continuación. En primer lugar, se ha procedido a ordenar los *rating* utilizando un incremento lineal.¹⁵ Un mayor valor indica una evaluación crediticia más favorable para

¹² Disponible en www.ief.es.

¹³ Disponible en www.ine.es.

¹⁴ Las respectivas páginas web son www.moodys.com, www.standardandpoors.com y www.fitchratings.es.

¹⁵ Para una completa descripción metodológica puede consultarse Afonso (2003) donde, además de la transformación lineal utilizada en este trabajo, se emplean sendas transformaciones logística y exponencial.

la Comunidad Autónoma. Posteriormente, se han reescalado tomando el valor más bajo de los encontrados como el 1, el siguiente el 2 y así sucesivamente hasta el 5. En los casos donde la evaluación de diferentes agencias conducía a valores distintos, se ha tomado el promedio simple. Por último, las Comunidades Autónomas que carecían de evaluación crediticia durante el periodo 1995-1999 han sido catalogadas con cero en todos los años.¹⁶

Para estimar el modelo planteado en la Expresión (1) se ha contado con un panel de datos para las 17 Comunidades Autónomas en el periodo 1995-1999 (85 observaciones). Se ha elegido una especificación lineal, aplicando mínimos cuadrados en tres modelos alternativos: efectos aleatorios, efectos fijos y regresión conjunta sin tomar en cuenta la estructura del panel de datos. La Expresión (2) recoge la especificación concreta del modelo.¹⁷

$$\begin{aligned}
 TIPOS_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GAS_{it} + \beta_2 CAR_{it} + \beta_3 AUT_{it} + \beta_4 SUP_{it} + \\
 & + \beta_5 DEU_{it} + \beta_6 FOR_{it} + \beta_7 PIB_{it} + \beta_8 IPC_{it} + \beta_9 RAT_{it} + e_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Los resultados que se presentan en el Cuadro 7 indican que el modelo con mayor capacidad explicativa es el de efectos fijos y además coincide con el que recomienda el test de Hausman. En este modelo, las variables *CAR*, *SUP*, *DEU* y *PIB* resultan significativas y los signos de sus respectivos coeficientes coinciden con los esperados, con la excepción de la variable *DEU*, que presenta signo positivo. Esta variable deja de ser significativa en el modelo de efectos aleatorios y cambia de signo en la regresión conjunta, por lo que su efecto final no parece demasiado claro. En el modelo de efectos aleatorios también resultan significativas las variables *AUT* y *FOR*, acompañadas ambas de sendos coeficientes de signo positivo. Esto podría indicar que el mercado financiero establece mayores tipos de interés para las Comunidades Autónomas con mayor grado de autonomía financiera, suponiendo implícitamente que éstas no dispondrán de rescate financiero por parte del Gobierno Central en caso de una emergencia financiera.

¹⁶ En estimaciones alternativas se otorgó el valor medio y mediano a las Comunidades Autónomas que carecían de evaluación crediticia, si bien no se apreciaron ganancias explicativas en el modelo.

¹⁷ Todos los cálculos han sido realizados con el programa *Stata 8.0*.

Cuadro 7: Resultados de las estimaciones.

VARIABLES	Estimación con datos de panel				Estimación conjunta	
	Efectos aleatorios		Efectos fijos		Coeficiente	t
	Coeficiente	z	Coeficiente	z		
Constante	0,1043706*	6,00	0,2467742*	5,68	0,0957595*	6,35
GAS	-0,0000082	-1,25	0,0000002	0,02	-0,0000886	-1,47
CAR	0,1172437*	2,81	0,1222349*	2,99	0,0991388**	2,44
AUT	0,0273277**	2,11	-0,0140867	-0,50	0,0312327*	3,07
SUP	-0,0001875*	-3,73	-0,0001884*	-3,64	-0,0001743*	-3,61
DEU	-0,0000044	-0,35	-0,0000498**	-2,52	0,0000317	0,28
FOR	0,0365981*	3,53			0,0298827*	3,62
PIB	-0,0000537*	-3,96	-0,0000124**	-2,46	0,0000508*	-4,60
INF	0,0046558*	2,91	0,0000247	0,01	0,0051666*	3,19
RAT	0,0045058**	2,49	0,0000183	0,00	0,0049209*	3,44
	R²=0,5268		R²=0,6786		R²_aj=0,4826	
Test de Hausman	Prob> $\chi^2(8)$ = 0.0000 (255,71)					

Variable Dependiente TIPOS. * Significativo al 1%. ** Significativo al 5%.

Fuente: Elaboración propia.

Los resultados obtenidos para la variable RAT son, cuando menos, extraños. En el modelo de efectos fijos no resulta significativa pero sí en el de efectos aleatorios y en la regresión conjunta, mostrando los coeficientes en todos los casos un signo positivo. Esto vendría a indicar que una mejor evaluación crediticia supondría mayores tipos de interés, contradiciendo la hipótesis de partida. Esto puede deberse a dos posibles motivaciones. Por un lado, la escasa variabilidad de los *rating* en el periodo considerado, por lo que sería recomendable ampliar el rango temporal del panel de datos. De otra parte el signo positivo quizás esto esté indicando un *rating* muy elevado, reflejo de unas óptimas ratios de solvencia, pueda ser aprovechado para cobrar un sobreprecio a las Comunidades Autónomas con esta calificación. Por el contrario, una reducida calificación crediticia supondría menores tipos de interés, dado que la capacidad de pago de estos Gobiernos Autonómicos se supone mermada en mayor medida. En todo caso, si esta hipótesis es cierta, se destruirían los incentivos a contar con una favorable evaluación crediticia o incluso a prescindir de ésta.

4. Conclusiones.

La contradictoria evidencia acerca de la efectividad de la disciplina de mercado hace pensar en las condiciones de Lane (1993) como excesivas o de imposible cumplimiento simultáneo. En cualquier caso, siempre sería necesaria una adecuada regulación de los mercados financieros con el objetivo de mejorar su transparencia y la capacidad de respuesta de los agentes implicados a las señales que se envían. Asimismo, resulta imprescindible la eliminación de los rescates financieros para evitar que operen incentivos perversos a la elevación ineficiente de los niveles de deuda en los gobiernos subcentrales.

Para las Comunidades Autónomas en España se ha demostrado que existe un factor que distorsiona el mercado financiero e incluso introduce una segmentación territorial del mismo, debido a la influencia del poder político en los Órganos de Gobiernos de las Cajas de Ahorro. En el análisis estadístico realizado se ha comprobado la creciente importancia de los préstamos y créditos no comerciales concedidos a las Comunidades Autónomas por parte de las Cajas de Ahorro, si bien se detecta un cierto freno en el año 2003, coincidiendo con la nueva Ley Financiera que limita la participación de representantes públicos en los Órganos de Gobierno de las Cajas de Ahorro.

El modelo econométrico planteado ha mostrado que una mayor carga de la deuda y un elevado *stock* relativo conducen a mayores tipos de interés, mientras que un saldo presupuestario positivo y una elevada renta tendrían el efecto contrario. En este sentido, parecería que la disciplina de mercado funciona correctamente. El aporte adicional de información que podrían suponer las evaluaciones crediticias no queda claro en el modelo planteado e incluso podrían dañar la disciplina ejercida por el mercado sobre el endeudamiento autonómico.

Referencias bibliográficas

- AFONSO, Antonio (2003): “Understanding the determinants of sovereign debt ratings for the two leading agencies”, *Journal of Economics and Finance*, vol. 27, nº 1, págs. 56-74.
- AHMAD, Junai (1999): “Decentralizing borrowing powers” en LITVACK, Jennie y SEDDON, Jessica (eds.): *Decentralization briefing notes*, Washington D.C., World Bank Institute, págs. 32-38.
- ALCALDE FRADEJAS, Nuria y VALLÉS GIMÉNEZ, Jaime (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*, vol. 160, nº 1, págs. 77-102.
- BAYOUMI, Tamin; GOLDSTEIN, Morris y WOGLOM, Geoffrey (1995): “Do credit markets sovereign borrowers? Evidence from U.S. States”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, nº 4, págs. 1.046-1.059.
- BUCHANAN, James M. (1991): “La ética del incumplimiento del pago de la deuda”, *Hacienda Pública Española*, nº 119-3, págs. 199-206.
- DAFFLON, Bernard (1996): “The requirement of a balanced local budget: theory and evidence from the Swiss experience” en POLA, Giancarlo; FRANCE, George y LEVAGGI, Rosella (eds.) (1.996): *Developments in Local Government Finance*, Cheltenham, Edward Elgar, págs. 228-250.
- _____ (2001): “Fiscal Federalism in Switzerland: a survey of constitutional issues, budget responsibility and equalisation”, Universidad de Friburgo, Friburgo, Working Paper nº 278.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2001): *Manual de transparencia fiscal*, Washington D.C., FMI.
- GARCÍA-MILÁ, Teresa; GOODSPEED, Timothy y McGUIRE, Therese (2001): “Fiscal decentralization policies and sub-national government debt in evolving federations”, Departament d’Economia y Empresa, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona, Working Paper nº 549.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, José Manuel (2001): *Costes y beneficios de la disciplina fiscal: La Ley de Estabilidad Presupuestaria en perspectiva*, Madrid, Instituto de Estudios Fiscales.

- KOPITS, George (2001): “Fiscal Rules: useful policy framework or unnecessary ornament?”, FMI, Washington D.C., Working Paper n° 01/145.
- LANE, Timothy (1993): “Market discipline”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, n° 1, págs. 53-88.
- MELLO, Luiz R. de (2001): “Fiscal decentralization and borrowing costs: the case of local governments”, *Public Finance Review*, vol. 29, n° 2, págs. 108-138.
- MONASTERIO ESCUDERO, Carlos; BLANCO ÁNGEL, Francisco y SÁNCHEZ ÁLVAREZ, Isidro (1999): *Controles internos del endeudamiento versus racionamiento del crédito. Estudio especial del caso de las comunidades autónomas españolas*, Bilbao, Fundación BBV.
- POTERBA, James M. y RUEBEN, Kim S. (2001): “Fiscal news, State Budget Rules, and tax-exempt bond yields”, *Journal of Urban Economics*, vol. 50, n°3, págs. 537-562.
- SCHWARTZ, Steven L. (2002): “Globalization, decentralization, and the subnational debt problem”, *Duke Law Journal*, vol. 51, n° 4, págs. 1.179-1.250.
- TER-MINASSIAN, Teresa y CRAIG, John (1997): “Control of subnational government borrowing” en TER-MINASSIAN, Teresa (ed.): *Fiscal Federalism in theory and practice*, Washington D.C., FMI, págs. 156-172.
- TIEBOUT, Charles M. (1956): “A pure theory of local expenditures”, *Journal of Political Economy*, vol. 64, n° 5, págs. 416-424 (traducción al castellano: “Una teoría pura del gasto público local”, *Hacienda Pública Española*, n° 50, 1978, págs. 324-331).
- VELASCO PÉREZ, Rogelio (1999): “Haciendas Autonómicas, desigualdades regionales y mercado de capitales”, *Revista de Estudios Regionales*, n° 54, págs. 173-182.
- VON HAGEN, Jürgen, *et al.* (2000): “Subnational government bailouts in OECD countries: Four case studies”, Red de Centros de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C., Working Paper n° 399.