

***Factores explicativos de las primas de riesgo  
en la deuda de las Comunidades Autónomas\****

**Roberto Fernández Llera\*\***

*Universidad de Oviedo – Gobierno del Principado de Asturias*

**Javier Salinas Jiménez**

*Instituto de Estudios Fiscales – Universidad de Extremadura*

**Resumen**

En el trabajo se profundiza en el contraste de la hipótesis de disciplina de mercado para el caso de las Comunidades Autónomas, estimando la relación existente entre los tipos de interés soportados por estos gobiernos y una serie de variables de naturaleza presupuestaria, financiera, económica, territorial y temporal. El estudio empírico muestra que una mayor carga de la deuda y un mayor volumen de gasto público autonómico contribuyen significativamente a un incremento de los tipos de interés soportados por la deuda contraída. Por el contrario, una mayor dependencia financiera, medida a través del volumen relativo de transferencias recibidas, convierte a las Comunidades Autónomas en sujetos pasivos de menores tipos de interés. Asimismo, se han encontrado efectos reductores significativos asociados a cambios estructurales en el modelo financiero o a la asunción de competencias con un importante volumen de gasto asociado. Las variables económicas planteadas no parece que hayan tenido una influencia destacada en los tipos de interés.

Palabras clave: endeudamiento, disciplina de mercado, Comunidades Autónomas

Códigos JEL: G18, H74

\* Este trabajo ha recibido financiación del Plan Nacional de I+D+i 2004-2007 (Referencia MEC-04-SEJ2004-08253).

\*\* Departamento de Economía – Universidad de Oviedo. Avenida del Cristo s/n 33006 Oviedo (Asturias). Teléfono: 985106817. Fax: 985104871. Correo electrónico: [rflera@uniovi.es](mailto:rflera@uniovi.es)

## **1. INTRODUCCIÓN**

La disciplina fiscal y financiera sobre los tipos de interés y otras variables macroeconómicas ha resultado determinante para el control del déficit y de la deuda pública. El mercado financiero, en tanto que es el entorno dentro del cual se efectúan las operaciones de préstamo-endeudamiento entre agentes económicos, opera como un mecanismo de control que, con mayor o menor eficacia, debe servir para frenar las aspiraciones de algunos agentes, especialmente los gobiernos y los organismos públicos, para endeudarse por encima de lo que recomendarían las ratios de solvencia.

No obstante, la disciplina de mercado sólo podrá ser efectiva si el deudor o prestatario soporta unos mayores tipos de interés en función de sus ratios de solvencia (restricción de precios) 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 (restricción de cantidad).

En este trabajo se analizarán las condiciones que necesariamente deben cumplir el mercado financiero y sus agentes para que el mecanismo de precios pueda ejercer una adecuada disciplina. En la sección 2 se presentarán las principales condiciones teóricas, mientras que en la sección 3 se realizará un repaso de algunos estudios empíricos previos en el ámbito de las Comunidades Autónomas en España. La sección 4 incluye un modelo econométrico para determinar las variables que influyen sobre los costes que soportan estos gobiernos por la deuda contraída. Un último apartado cierra el trabajo con las principales conclusiones.

## **2. EL MECANISMO DE LA DISCIPLINA DE MERCADO**

En su ya clásico trabajo, Lane (1993) estableció cuatro condiciones necesarias para que el mercado financiero pueda ejercer una efectiva disciplina sobre el endeudamiento público. La primera de ellas obligaría a que dicho mercado fuese abierto y libre, esto es, todo gobierno debe sujetarse a sus reglas en igualdad de condiciones a cualquier otro agente público o privado. Los tipos de interés y primas de riesgo 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, susceptibles de ser controladas políticamente. Si el tomador del préstamo y el prestamista coinciden (o se asemejan en alto grado), existe el riesgo de que se autoricen operaciones de endeudamiento de dudosa rentabilidad, en condiciones muy ventajosas para el gobierno solicitante. Para Dafflon (1996), una consecuencia de este proceso sería la «segmentación» territorial del mercado de capitales, ocasionando problemas de eficiencia y de equidad entre jurisdicciones. La elección de las instituciones financieras se realizaría sobre la base de su identidad regional y no tanto por criterios de eficiencia económica, degenerando en ventajas financieras exclusivas.

En segundo lugar, se requiere que la información relevante sea completa y transparente. La apertura del mercado debe ir siempre acompañada de un elevado grado de información acerca de los agentes implicados, tanto demandantes como oferentes de crédito. Para el prestamista resulta esencial conocer las características financieras particulares de los deudores, así como su estructura socioeconómica y el contexto político en que se desenvuelven. A los prestatarios no les resultará indiferente una institución financiera u otra, en función de sus respectivas ratios de solvencia. Sin embargo, la práctica ha demostrado que la ocultación del endeudamiento indirecto o extrapresupuestario o la escasa documentación de algunas operaciones suele ser bastante habitual, dificultando el ejercicio de una efectiva disciplina de mercado. Existe además un riesgo de contagio de prácticas perniciosas, algo que derivaría en un deterioro generalizado de las percepciones subjetivas acerca de la solvencia financiera de los deudores.

Parece obvio que la solución a una información deficiente pasa por una mejora general en la transparencia informativa, algo que se traduce en el desarrollo de 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, garantías...). Por otra parte, el refuerzo del papel desempeñado por las agencias de calificación crediticia debería impulsarse, haciendo que sus evaluaciones fuesen preceptivas e incluso vinculantes en determinados

casos. En el cuadro 1 se sintetizan las razones por las cuales resulta relevante una buena evaluación crediticia o *rating*, así como los criterios fundamentales que las principales agencias consideran más relevantes a la hora de catalogar a una entidad como solvente.

**CUADRO 1: Evaluación del riesgo crediticio (*rating*)**

<b>DEFINICIÓN</b>	Opinión independiente sobre la capacidad futura de pago, las obligaciones legales y el compromiso moral del prestatario para satisfacer sus obligaciones financieras.
<b>NO SON</b>	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.
<b>AGENCIAS MÁS IMPORTANTES</b>	<i>Moody's, Standard &amp; Poor's, Fitch Ratings.</i>
<b>CRITERIOS</b>	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 a partir de las páginas web de las agencias de evaluación.*

Como bien afirma Kopits (2001), 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: pp. 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, apreciación con la que a grandes rasgos coinciden Monasterio Escudero y Fernández Llera (2004). 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 de difícil fiscalización y el impulso a 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"> <li>- Estructura del Gobierno y el resto del Sector Público.</li> <li>- Relaciones internas y externas del Sector Público.</li> </ul>
ACCESO DEL PÚBLICO A LA INFORMACIÓN	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Documentos con todas las operaciones detalladamente.</li> <li>- Justificación pública de gastos e ingresos.</li> <li>- Publicación de cifras del endeudamiento real total y su estructura.</li> <li>- Obligación legal de publicación en todos los niveles de gobierno.</li> </ul>
TRANSPARENCIA EN TODAS LAS FASES DEL PRESUPUESTO	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Elaboración anual, realista y coherente con el marco económico general.</li> <li>- Sistema contable integrado y desglosado para todas las partidas.</li> <li>- Publicación de informes periódicos de evolución.</li> <li>- Respeto escrupuloso al cronograma del presupuesto.</li> </ul>
GARANTÍAS DE INTEGRIDAD	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Presupuestos ajustados por coyuntura.</li> <li>- Estabilidad y homogeneidad en la normativa contable.</li> <li>- Comparación de los datos fiscales según diferentes fuentes.</li> <li>- Órgano independiente de auditoría.</li> </ul>

*Fuente: FMI (2001).*

La tercera norma que establece Lane (1993) se refiere a la prohibición de rescatar financieramente (*bailouts*) a los gobiernos insolventes. Si el mercado financiero percibe que las deudas de un gobierno en esta situación serán asumidas, explícita o implícitamente, por un gobierno de nivel superior o por alguna institución crediticia pública, se eliminan por completo los incentivos a implementar conductas financieras responsables<sup>1</sup>. 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 hasta niveles excesivos. De otra parte, los agentes privados pueden ver incrementados sus costes relativos de endeudamiento, produciendo un efecto expulsión (*crowding out*) que, a su vez, 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, tanto desde el punto de vista jurídico como económico, evitando su formalización en normas fácilmente modificables y eliminando la percepción de que un gobierno es «demasiado grande para fallar», algo que debilita enormemente el control de mercado como elemento disciplinador<sup>2</sup>. Ahmad (1999) añade una serie de medidas complementarias para reducir el problema de riesgo moral, entre las que se encuentran las mejoras en los mecanismos de transparencia, las garantías de suficiencia financiera dinámica de los

<sup>1</sup> En palabras de Kornai (1986), se estaría ante una restricción presupuestaria blanda.

<sup>2</sup> Un ejemplo paradigmático se puede encontrar en la UE, donde desde 1992 ha quedado explícitamente prohibido 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 envía una señal al mercado que refuerza la creencia de que los fondos comunes son insuficientes para acometer un saneamiento financiero estatal.

gobiernos subcentrales, la separación expresa de los sistemas fiscal y financiero y la «descentralización de mercados» para algunos servicios públicos, con objeto de que puedan seguir prestándose por otras entidades en caso de quiebra del titular original.

En cuarto lugar, para que la disciplina de mercado opere con eficacia, debe existir una adecuada respuesta del deudor a las señales que emite el mercado financiero. Teóricamente, 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 fondos con el objetivo de no ser excluido del mercado en el futuro. Sin embargo, el horizonte temporal de corto plazo en que se desenvuelven los gobiernos, en la mayoría de los casos sesga los presupuestos hacia el déficit. Asimismo, existe un problema de «ética del incumplimiento del pago de la deuda» (Buchanan, 1991) o de selección adversa de deudores, que tiene lugar 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. Todo ello impide o frena la reacción del deudor a las señales del mercado financiero.

Para Dafflon (2001) existe una fuerza adicional, exclusiva de los países federales y altamente descentralizados, 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. Por un lado, 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 disciplina fiscal severa, la amenaza de la emigración puede operar como un incentivo para la ejecución de políticas fiscales y financieras responsables. Sin embargo, en la práctica parece más probable que los gobiernos se aprovechen de unos votantes fiscalmente ilusionados o escasamente móviles, decantándose por políticas expansivas de déficit y deuda. Para evitar este tipo de incentivos perversos se requeriría de algún control adicional sobre estas dos macromagnitudes, establecido por parte del gobierno central.

### 3. UN REPASO A LA EVIDENCIA

La evaluación de la disciplina de mercado sobre los gobiernos autonómicos en España 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 tienen contraída con las Cajas de Ahorro y el número de representantes públicos en la Asamblea General de estas entidades financieras. Es fácil deducir que la politización de los órganos de gobierno de estas instituciones 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 *ratings* de las Comunidades Autónomas ha discurrido en paralelo al incremento de su volumen de deuda, concluyendo así que estos índices son un buen indicador de la calidad crediticia de los gobiernos. En tercer lugar, Monasterio Escudero *et al.* (1999) estiman 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 la 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 endeudamiento<sup>3</sup>, comprobando que el mercado financiero ha ejercido

---

<sup>3</sup> 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.

una mayor disciplina sobre las Comunidades Autónomas más endeudadas, lo que se habría traducido en la adopción de medidas tendentes a aumentar su solvencia.

Auriolos Martín *et al.* (1996), Velasco Pérez (1999) y Benito López *et al.* (2003) utilizan la metodología estadística del análisis discriminante para obtener, a partir de variables presupuestarias, financieras y económicas, una aproximación de los *ratings* publicados por las agencias de evaluación crediticia para las Comunidades Autónomas<sup>4</sup>. En sus trabajos concluyen que la renta relativa 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) y un menor volumen de deuda viva tienen también un importante reflejo en una mayor valoración crediticia otorgada por el mercado financiero a las Comunidades Autónomas. Todos estos autores alertan de que las conclusiones de este tipo de estudios deben ser tomadas con cautela, toda vez que el cambiante entorno presupuestario y financiero de las Comunidades Autónomas reduce la fiabilidad de los modelos<sup>5</sup>.

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, las competencias en 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<sup>6</sup>, lo que denota la insuficiencia de las subvenciones estatales para cubrir sus necesidades de gasto. El efecto de la renta relativa (proporción

---

<sup>4</sup> Benito López *et al.* (2003) también llevan a cabo una regresión *logit* diferenciando a las Comunidades Autónomas con un *rating* elevado del resto, si bien las conclusiones son muy similares a las obtenidas con el análisis discriminante.

<sup>5</sup> Cabe esperar que a partir de 2002 la inestabilidad se vea reducida, toda vez que ya se han transferido completamente las competencias más costosas (educación y sanidad) a las Comunidades Autónomas y se ha reformado su sistema de financiación.

<sup>6</sup> Andalucía, Canarias, Cataluña, Galicia y Comunidad Valenciana. La distinción la marcan la asunción de competencias en Educación y Sanidad.



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 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 propio<sup>7</sup> y sobre todo el ahorro primario relativo<sup>8</sup>. Esta última variable, 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 si 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

---

<sup>7</sup> Cociente entre los ingresos fiscales propios (capítulos 1 a 3) y el PIB autonómico.

<sup>8</sup> Cociente entre el ahorro corriente (excluidos los gastos financieros) y el PIB autonómico.

periodo estudiado había alcanzado dicho nivel, por lo que existiría cierto margen de maniobra para incurrir en endeudamiento adicional.

### **3. UN MODELO PARA EVALUAR LA DISCIPLINA DE MERCADO**

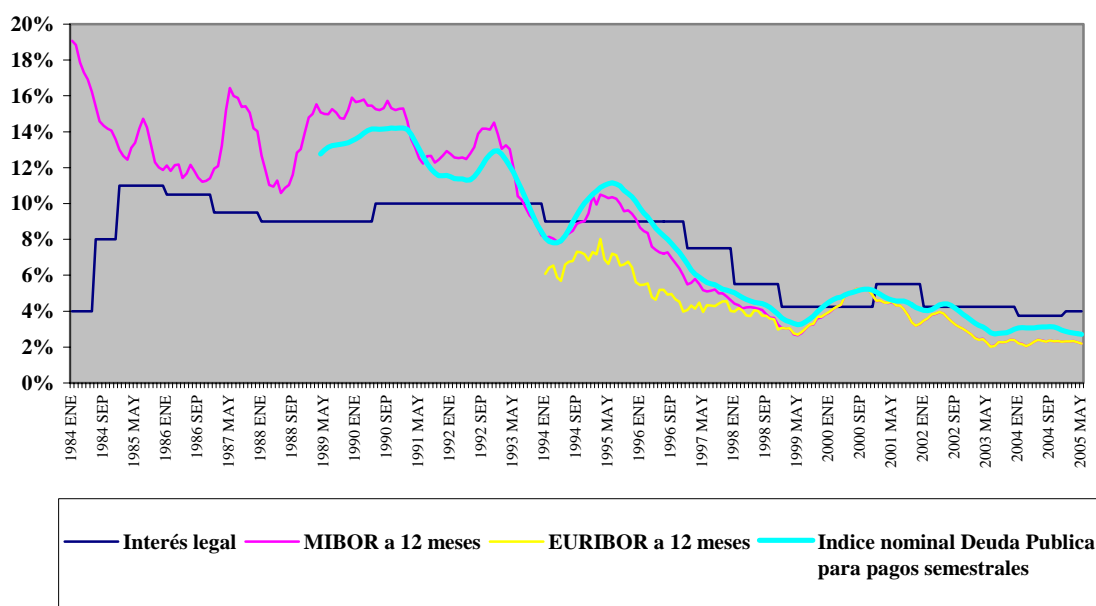
El objetivo del modelo que se plantea en este trabajo es evaluar la disciplina de mercado en el caso de las Comunidades Autónomas españolas en el periodo 1984-2003. Para ello se ha tomado como variable endógena el tipo de interés medio soportado por las Comunidades Autónomas que, a falta de datos territorializados de tipos de interés, se ha aproximado a partir del cociente entre los gastos financieros (capítulo 3 del presupuesto liquidado de gastos) y el importe de la deuda viva al final de cada ejercicio económico (*TIPO*).

Por otra parte, para calcular la prima de riesgo soportada se ha elegido el índice nominal de Deuda Publica para pagos semestrales, publicado por el Banco de España, tomando la media anual con datos mes a mes<sup>9</sup>. En el gráfico 1 se presenta la evolución de los tipos de interés, según diferentes indicadores, observándose en cualquiera de ellos una clara tendencia decreciente que, con ligeras excepciones, ha permitido una espectacular reducción de los tipos entre los años 1984 y 2005, hasta situarse en el entorno del 3%.

---

<sup>9</sup> Alternativamente se han tomado el MIBOR y el EURIBOR a 12 meses y el tipo de interés legal del dinero, pero han sido desechados por su menor relación con los costes de la deuda pública autonómica.

**GRÁFICO 1: Evolución de los tipos de interés en España (1984-2005)**



Fuente: Banco de España.

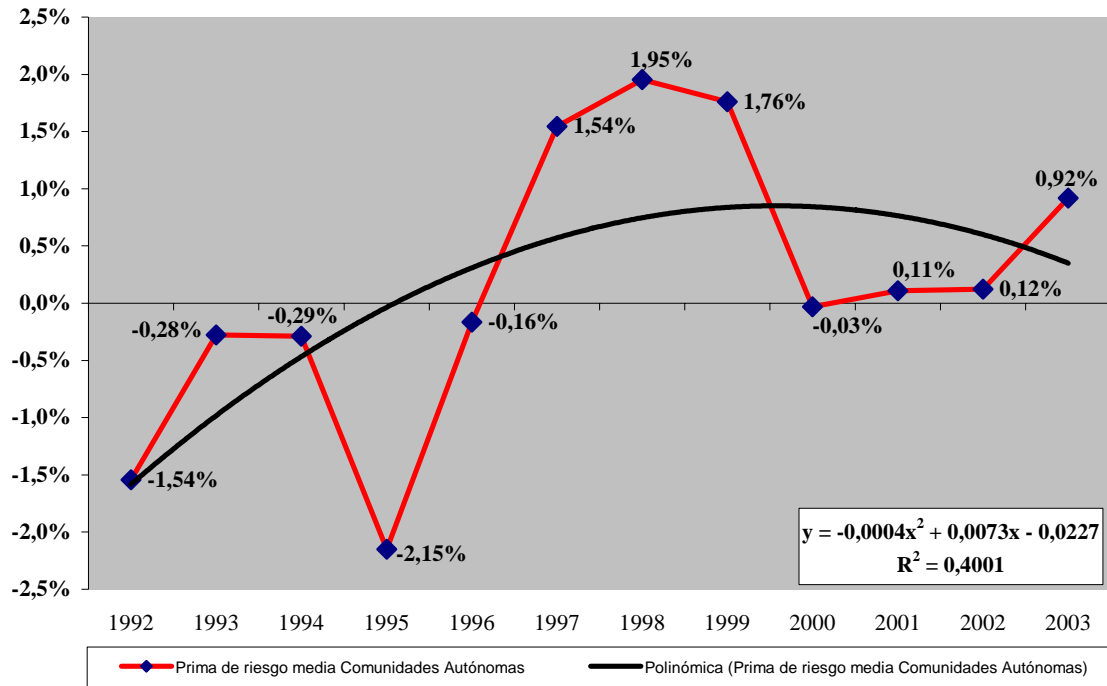
La definición que se propone para la variable endógena constituye una aproximación al tipo de interés medio soportado efectivamente por las Comunidades Autónomas, si bien es excesivamente simplificadora, ya que obvia la estructura del endeudamiento autonómico y las diferentes materializaciones y plazos de amortización. Un claro ejemplo de la distorsión que puede suponer esta definición de las variables endógenas es el tratamiento de la deuda de tesorería que, por definición, es deuda a corto plazo que no incrementa el *stock* final. Sin embargo, sus intereses sí se contabilizan entre los gastos, por lo que el cómputo de las dos variables consideradas podría quedar sesgado al alza. El mismo fenómeno se acrecienta en aquellas Comunidades Autónomas donde la deuda de tesorería se computa como parte de las operaciones extrapresupuestarias y no dentro de los correspondientes capítulos del presupuesto<sup>10</sup>.

En el gráfico 2 se muestra la prima de riesgo media que han soportado las Comunidades Autónomas en el periodo 1992-2003, observándose una irregular tendencia, aunque ligeramente decreciente y tendente a cero. Esto vendría a ser una doble consecuencia de la homologación de tipos de interés tras la adopción del euro como la moneda única en 12 Estados Miembros de la Unión Europea y, de otra parte,

<sup>10</sup> A este respecto pueden consultarse el *Informe Anual de Fiscalización de los Sectores Públicos Autonómico y Local*, elaborado por el Tribunal de Cuentas (varios años).

un reflejo de la plena incorporación de las Comunidades Autónomas al mercado financiero.

**GRÁFICO 2: Prima de riesgo media de las Comunidades Autónomas**

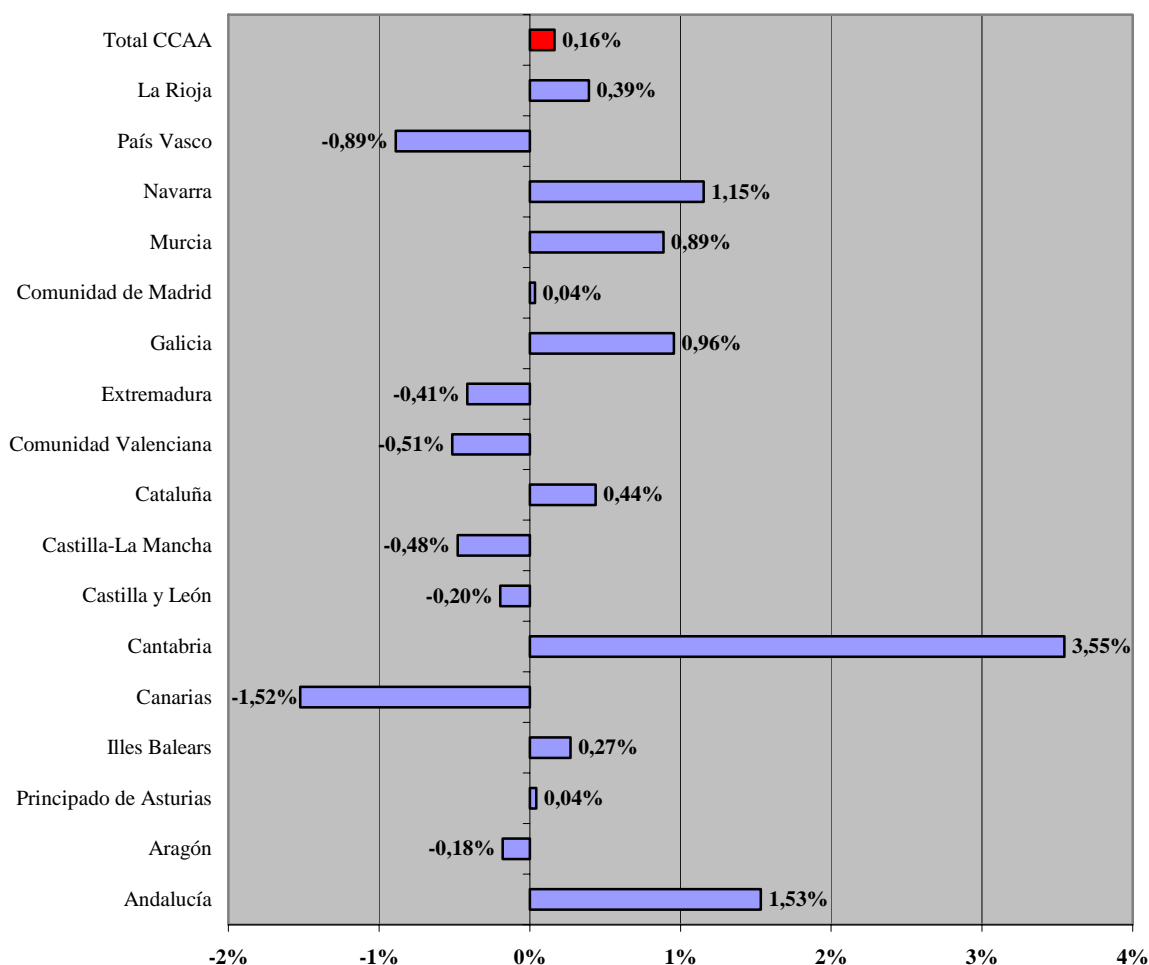


Nota: La prima de riesgo se calcula como la diferencia entre el tipo de interés (gastos financieros respecto a la deuda viva) y el índice nominal de Deuda Pública para pagos semestrales. El País Vasco consolida con las tres Diputaciones Forales.

Fuente: Elaboración propia con datos de BADESPE, EUSTAT y Banco de España.

En el gráfico 3 se computa la prima de riesgo media para el mismo periodo y se puede observar con claridad que, para todas las Comunidades Autónomas, el valor es ligeramente positivo (0'16%), pero se aproxima bastante a cero. Destaca Cantabria por sus valores anormalmente elevados, mientras que en el extremo contrario se sitúa Canarias, probablemente, debido al importante volumen de gastos e ingresos que gestionan los Cabildos Insulares y que en parte, podrían distorsionar los resultados.

**GRÁFICO 3: Prima de riesgo de las Comunidades Autónomas (media 1992-2003)**



Nota: La prima de riesgo se calcula como la diferencia entre el tipo de interés (gastos financieros respecto a la deuda viva) y el índice nominal de Deuda Pública para pagos semestrales. El País Vasco consolida con las tres Diputaciones Forales.

Fuente: Elaboración propia con datos de BADESPE, EUSTAT y Banco de España.

Las variables independientes del modelo econométrico son diferentes ratios de naturaleza presupuestaria, financiera y socioeconómica, cuya virtualidad reside en su capacidad para alertar del funcionamiento de la disciplina de mercado. Si ésta opera con efectividad, las Comunidades Autónomas con peores ratios de solvencia o 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. A continuación se describen con detalle las variables propuestas, así como la influencia esperada de las variables independientes sobre la endógena en el análisis de regresión.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Todas las variables presupuestarias se han obtenido a partir de las Liquidaciones de Presupuestos de las Comunidades Autónomas (derechos reconocidos y obligaciones reconocidas), contenidas en las base de datos BADESDE, del Instituto de Estudios Fiscales.

## *Variables presupuestarias y financieras*

- Nivel competencial (COMP): Alcalde Fradejas y Vallés Giménez (2002) emplean una variable dicotómica para distinguir entre las Comunidades Autónomas con competencias amplias<sup>12</sup> de aquellas con niveles competenciales reducidos. Sin embargo, nuestro trabajo abarca un periodo más amplio que el suyo. Por este motivo, se ha elegido una *proxy* del nivel competencial a través del cociente entre el gasto total y el PIB autonómico. La influencia sobre el tipo de interés soportado por las Comunidades Autónomas parece ambigua *a priori*, coincidiendo en esta apreciación con los autores citados.
- Carga de la deuda (CARG): Parece plausible la hipótesis de que una mayor carga de intereses y amortizaciones respecto a los ingresos corrientes supondrá una penalización en el tipo de interés soportado o, si se prefiere, una mayor prima de riesgo<sup>13</sup>.
- Gasto comprometido (GCOMP): Si el presupuesto autonómico adolece de importantes rigideces por el lado del gasto, es decir, si su modificación a corto plazo resulta muy difícil o incluso imposible, el riesgo de insolvencia será mayor, circunstancia que debería plasmarse en una mayor prima de riesgo. Para recoger este efecto se ha tomado una variable que mide el peso relativo de los gastos altamente comprometidos (personal, intereses y amortizaciones de deuda)<sup>14</sup>.
- Crecimiento de los gastos: Un mayor crecimiento del gasto podría suponer para las Comunidades Autónomas un mayor coste cuando accedan al crédito, definiéndose tres variables en este campo. La variable *TCG1* toma como referencia la evolución del gasto total, excluidos los gastos por activos y pasivos financieros; la variable *TCG2* se circunscribe al gasto corriente y *TCG3* recoge únicamente los gastos con un mayor grado de compromiso, tal y como se han definido anteriormente.
- Crecimiento de los ingresos: Si los ingresos de las Comunidades Autónomas crecen a un ritmo elevado, la capacidad para afrontar la devolución de la deuda con recursos propios será mayor y, por tanto, el acceso al crédito se realizará a un coste menor. En concreto, se han tomado las tasas de crecimiento de los ingresos no

---

<sup>12</sup> También llamadas de “vía rápida”, por haber accedido a la autonomía por el mecanismo contemplado en el artículo 151 de la Constitución Española.

<sup>13</sup> Este indicador ha sido criticado por su falta de concreción por parte de algunos autores como Monasterio Escudero y Suárez Pandiello (1998).

<sup>14</sup> Para una completa discusión acerca de los gastos con elevado grado de compromiso puede consultarse Barberán Ortí (2003), con cifras referidas a la Comunidad Autónoma de Aragón.

financieros para definir la variable *TCI1* y de los ingresos fiscales para la variable *TCI2*.

- Saldos presupuestarios: La capacidad de las Comunidades Autónomas para generar ahorro constituye un factor importante para que los intermediarios financieros reduzcan los tipos de interés cobrados. Se han tomado las tres definiciones habituales de déficit presupuestario, todas ellas relativizadas según el PIB autonómico: saldo no financiero (*SNF*), capacidad de financiación (*CFI*) y ahorro bruto primario (*AHPR*). En el caso de la última variable se ha optado por prescindir de los intereses para evitar problemas de endogeneidad con la variable dependiente.
- Dependencia financiera: Para tratar de contrastar la hipótesis de prohibición de *bailouts*, se han definidos dos variables, introducidas en el modelo alternativamente. La primera, mide el volumen de transferencias recibidas respecto a los ingresos totales (*DEPF*), mientras que la segunda recoge el peso relativo de los ingresos fiscales (*IFP*). Si la disciplina de mercado opera correctamente, la prohibición de rescates financieros por parte de un gobierno de nivel superior debería ser creíble, es decir, la prima de riesgo tendría que ser menor cuanto mayor sea el volumen de recursos propios. De la misma forma, el tipo de interés soportado sería directamente proporcional al volumen de transferencias recibidas en el presupuesto total de ingresos.
- Deuda viva: Un volumen de deuda viva muy elevado con relación al PIB compromete la capacidad financiera de las Comunidades Autónomas, por lo que cabe esperar que el mercado establezca mayores tipos de interés. Se han tomados dos especificaciones alternativas de esta variables, incluyendo la deuda de las empresas públicas autonómicas (*DEUVE*) y excluyendo esta magnitud (*DEUVF*). En ambos casos, los datos del País Vasco se consolidan con los de las tres Diputaciones Forales.

#### *Variables socioeconómicas*

- Renta relativa (PIB): El cociente entre el PIB *per capita* de cada Comunidad Autónoma y el PIB *per capita* del conjunto de Comunidades Autónomas es un indicador que muestra la posición relativa de cada territorio en términos de renta. Las Comunidades Autónomas más ricas tendrán menores dificultades para afrontar

la devolución de su deuda y, en consecuencia, soportarán una menor prima de riesgo.

- Crecimiento real del PIB (TPIB): Por las mismas razones que en la variable anterior, las Comunidades Autónomas que menos crezcan en términos reales, tenderán a soportar una mayor carga de intereses por su deuda.
- Población relativa (POBL): Una mayor población supone también mayores necesidades de gasto, especialmente en servicios directamente gestionados por las Comunidades Autónomas como la educación, la sanidad o los servicios sociales. Por tanto, se asociará directamente a mayores primas de riesgo. De manera contraria, una mayor población supone ampliar la base imponible de renta y consumo, por lo que se podrían generar recursos fiscales adicionales. En consecuencia, sería aventurado emitir un juicio previo sobre el signo que acompañará a esta variable.
- Inflación (IPC): Los diferenciales de inflación entre Comunidades Autónomas suponen un lastre en términos de competitividad y, por tanto, un factor que puede contribuir a frenar el crecimiento económico. Se espera, así, que la relación entre inflación y prima de riesgo soportada sea positiva. La variable *IPC* se ha construido a partir las tasas de variación interanual del Índice de Precios al Consumo territorializado en los meses de diciembre.
- Grado de terciarización de la economía (VABS): La aportación de los diferentes sectores económicos al Valor Añadido Bruto (VAB) autonómico podría llegar a afectar a la prima de riesgo soportada por las Comunidades Autónomas. Cabe pensar que una especialización en el sector servicios sea la muestra de un mayor dinamismo económico lo que supondría mayores potencialidades de crecimiento futuro que se podrían reflejar en menores primas de riesgo.
- Mercado de trabajo: Unas menores tasas de empleo (*TEMP*) y actividad (*TACT*) pueden ser síntomas de una deficiente estructura económica y, en consecuencia, debilitarían la posición de las Comunidades Autónomas frente al mercado financiero, derivando en mayores primas de riesgo.

El análisis contiene también una variable *dummy* para recoger los que se ha llamado “cambio estructural” (*ESTR*). Esta variable toma el valor 1 en el primer año de vigencia de los sucesivos modelos de financiación autonómica (1987, 1992, 1997 y 2002), en los años en que la mayoría de Comunidades Autónomas han asumido



importantes competencias de gasto (la educación en 2000 y la sanidad en 2002) y el año de entrada en vigor de la vigente normativa de estabilidad presupuestaria (2003). También se ha añadido una tendencia temporal (*PERIODO*) como regresor, para recoger el efecto del descenso generalizado de los tipos de interés. Para completar el cuadro de las variables independientes, se definen otras dos de tipo categórico. Una, para distinguir a las Comunidades Autónomas de régimen foral (*FOR*); otra, para las Comunidades Autónomas uniprovinciales (*PROV*) que han asumido las competencias y los ingresos de las extintas Diputaciones Provinciales<sup>15</sup> y dos más para Canarias (*CAN*) y Cantabria (*CANT*), por tratarse de las Comunidades Autónomas con valores más atípicos en sus tipos de interés, tal y como se ha visto en el gráfico 3. En el cuadro 3 se sintetizan las variables consideradas en el modelo, así como el signo esperado de su influencia sobre la variable dependiente y las fuentes de datos de cada una de ellas.

---

<sup>15</sup> La condición de foral excluye a Navarra de ser considerada uniprovincial. Tampoco Baleares es considerada uniprovincial, dado que los Consejos Insulares ejercen competencias muy similares a las de una Diputación Provincial.

**CUADRO 3: Variables del modelo**

VARIABLE	BREVE DESCRIPCIÓN	SIGNO ESPERADO	FUENTE
<i>TIPO</i>	Tipo de interés medio soportado	Variable dependiente	MEH, BDE
<i>COMP</i>	Nivel competencial	?	MEH, INE
<i>CARG</i>	Carga de la deuda	+	MEH
<i>GCOMP</i>	Gasto comprometido	+	MEH
<i>TCG1</i>	Tasa de crecimiento del gasto no financiero	+	MEH
<i>TCG2</i>	Tasa de crecimiento del gasto corriente	+	MEH
<i>TCG3</i>	Tasa de crecimiento del gasto comprometido	+	MEH
<i>TCI1</i>	Tasa de crecimiento de los ingresos no financieros	-	MEH
<i>TCI2</i>	Tasa de crecimiento de los ingresos fiscales	-	MEH
<i>SNF</i>	Superávit no financiero	-	MEH, INE
<i>CFI</i>	Capacidad de financiación	-	MEH, INE
<i>AHPR</i>	Ahorro bruto primario	-	MEH, INE
<i>DEPF</i>	Dependencia financiera (transferencias recibidas)	+	MEH
<i>IFP</i>	Ingresos fiscales propios	-	MEH
<i>DEUVE</i>	Deuda viva (incluyendo las empresas públicas autonómicas)	+	BDE, INE
<i>DEUV</i>	Deuda viva (excluyendo las empresas públicas autonómicas)	+	BDE, INE
<i>PIB</i>	Renta relativa	-	INE
<i>TPIB</i>	Tasa de crecimiento real del PIB	-	INE
<i>POBL</i>	Población relativa	?	INE
<i>IPC</i>	Diferencial de inflación	+	INE
<i>VABS</i>	Aportación del sector servicios al VAB	-	INE
<i>TEMP</i>	Tasa de empleo	-	INE
<i>TACT</i>	Tasa de actividad	-	INE
<i>ESTR</i>	Cambio estructural (1987, 1992, 1997, 2000, 2002, 2003)	?	Propia
<i>PERIODO</i>	Tendencia temporal	-	Propia
<i>FOR</i>	Comunidades Autónomas de Régimen Foral	?	Propia
<i>PROV</i>	Comunidades Autónomas uniprovinciales	?	Propia
<i>CAN</i>	Canarias	-	Propia
<i>CANT</i>	Cantabria	+	Propia

MEH: Ministerio de Economía y Hacienda. CAP: Consultores de las Administraciones Públicas. BDE: Banco de España. INE: Instituto Nacional de Estadística. **Fuente: Elaboración propia.**

Para estimar el modelo planteado se ha contado con un panel de datos para las 17 Comunidades Autónomas en el periodo 1984-2003, si bien para la variable dependiente únicamente se dispone de datos a partir del año 1992 (204 observaciones). Se ha elegido una especificación lineal, aplicando un modelo de efectos aleatorios, tras haber recomendado esta opción el test de Hausman frente al modelo de efectos fijos. El término de error ( $\varepsilon_{it}$ ) se compone de una parte que no varía entre periodos, pero sí entre individuos ( $\lambda_i$ ) y que no está correlacionada con las variables independientes. El otro componente ( $\eta_{it}$ ) es una perturbación aleatoria que tampoco está correlacionada con las variables independientes, tal y como se recoge en la siguiente expresión.

$$\varepsilon_{it} = \lambda_i + \eta_{it} \quad (1)$$

El cuadro 4 muestra los resultados del modelo de mayor calidad obtenido tras las diferentes estimaciones por mínimos cuadrados generalizados (MCG) del modelo de efectos aleatorios, tomando como variable dependiente el tipo de interés.

**CUADRO 4: Resultados de las estimaciones del modelo de efectos aleatorios**

Variable dependiente <i>TIPO</i>	Coefficiente	Error estándar	z	P> z	Intervalo de confianza al 95%	
<i>PERIODO</i>	-0,0051***	0,0005	-11,12	0,000	-0,0060	-0,0042
<i>CARG</i>	0,1334***	0,0246	5,41	0,000	0,0851	0,1817
<i>COMP</i>	0,0877***	0,0295	2,97	0,003	0,0299	0,1454
<i>DEPF</i>	-0,011865*	0,0061	-1,93	0,053	-0,0239	0,0002
<i>ESTR</i>	-0,005390*	0,0028	-1,92	0,055	-0,0109	0,0001
<i>CAN</i>	-0,01261**	0,0062	-2,04	0,041	-0,0247	-0,0005
<i>CANT</i>	0,0292***	0,0062	4,68	0,000	0,0170	0,0414
constante	0,1292***	0,0090	14,32	0,000	0,1115	0,1469
R <sup>2</sup> intra grupos=0,6133					N=204	
R <sup>2</sup> entre grupos=0,7674					n=17	
R <sup>2</sup> global=0,6334					t mínimo=12	
<b>Validez global del modelo</b>			<b>Test de Hausman</b>			
P>[χ <sup>2</sup> (7)]=0,0000			P>[χ <sup>2</sup> (5)]=0,1289			

Estimaciones con *Stata*. \*\*\* Significativo al 1%. \*\* Significativo al 5%. \*Significativo al 10%.

Fuente: Elaboración propia.

Como era de esperar, soportan mayores tipos de interés las Comunidades Autónomas con una mayor carga de la deuda, mientras que la tendencia temporal contribuye significativamente a reducir los tipos de interés. También se comprueba que el mayor volumen de competencias gestionado por las Comunidades Autónomas es un factor que eleva la prima de riesgo soportada, probablemente porque el mercado percibe –con buen criterio– que el proceso de devolución de gastos no ha ido acompañado de una descentralización equivalente de los principales recursos fiscales del Estado, generando problemas de insuficiencia financiera.

El coeficiente que acompaña a la variable de “cambio estructural” tiene un signo negativo y resulta altamente significativo. Esto indicaría que en los años de entrada en vigor de cada nuevo modelo de financiación autonómica, así como en el inicio de

vigencia de la normativa de estabilidad presupuestaria o cuando muchas Comunidades Autónomas asumieron las competencias educativas, el mercado premió con menores tipos de interés a las Haciendas Autonómicas. La explicación puede residir en que en todas esas circunstancias, las Comunidades Autónomas pudieron disponer de un importante volumen de recursos financieros adicionales, con la excepción del año 2003, en el que lo que el mercado premió fue el rigor de las finanzas públicas impuesto por la normativa de estabilidad presupuestaria.

Sin embargo, el signo negativo que acompaña a la variable *DEPF* contradice las hipótesis previas, demostrando así que la cláusula de prohibición de rescates financieros no ha funcionado en España durante el periodo considerado. Antes bien, el mercado ha reducido “artificialmente” los tipos de interés soportados por las Comunidades Autónomas, en la confianza de que sería el Estado quien en última instancia se haría cargo de la devolución de las deudas autonómicas.

Por otro lado, también se confirma que Canarias ha soportado tipos de interés anormalmente bajos, mientras que Cantabria destaca por el efecto contrario. Finalmente, ninguna de las variables estrictamente económicas ha resultado significativa en las estimaciones alternativas del modelo llevadas a cabo.

#### **4. CONCLUSIONES**

Tanto los trabajos analizados en el repaso a la evidencia disponible como los resultados del modelo que se ha construido en la sección anterior, muestran que la disciplina de mercado puede ser un importante mecanismo para controlar el endeudamiento de los gobiernos (en este caso, de las Comunidades Autónomas en España). Sin embargo, aún son bastantes los fallos de mercado detectados, que dificultan una disciplina más eficaz. Algunos de estos fallos vienen dados por las instituciones crediticias de carácter público o asimilado –como es el caso de las Cajas de Ahorro en España- o las dificultades para acceder a toda la información financiera relevante de algunos agentes.

En el modelo propuesto se ha comprobado que el mercado financiero evalúa la calidad crediticia de las Comunidades Autónomas únicamente a partir de las variables de tipo presupuestario, no habiéndose encontrado evidencia significativa para los indicadores socioeconómicos fundamentales (PIB, población, diferencial de inflación...). En parte, este resultado nos estría recordando que el indicador de riesgo-país asociado a España prevalece sobre la estructura económica de cada una de las Comunidades Autónomas por separado.

A la vista de todo lo anterior, la disciplina de mercado no parece ser la solución única para que sobre ella descansa en exclusiva el control del déficit y la deuda de los gobiernos. Antes bien, el mecanismo de los tipos de interés y las primas de riesgo debería ser reforzado con una mayor transparencia informativa e incluso complementado normas fiscales y presupuestarias objetivas, tales como límites al gasto, al déficit o la deuda o incluso requerimientos de autorizaciones a una instancia de nivel superior (Banco Central, gobierno federal o supranacional...).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AHMAD, Junai (1999): “Decentralizing borrowing powers”, en LITVAK, Jennie y SEDDON, Jessica: *Decentralization briefing notes*, Washington D.C., World Bank Institute, pp.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, pp. 77-102.
- AURIOLES MARTÍN, Joaquín; PAJUELO GALLEGO, Alfonso y VELASCO PÉREZ, Rogelio (1996): “Valoración crediticia de la deuda de las Comunidades Autónomas españolas: una aplicación del análisis discriminante”, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), Valencia, Working Paper WP-EC 96-18.
- 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, pp. 1.046-1.059.
- BARBERÁN ORTÍ, Ramón (2003): “La medición del grado de discrecionalidad de las decisiones presupuestarias de las Comunidades Autónomas”. Instituto de Estudios Fiscales, Madrid, Documento nº 13/2003.
- BENITO LÓPEZ, Bernardino; BRUSCA ALIJARDE, Isabel y MONTESINOS JULVE, Vicente (2003): “Utilidad de la información contable en los *rating* de deuda pública”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXXII, nº 117, pp. 501-537.

- BUCHANAN, James M. (1991): “La ética del incumplimiento del pago de la deuda”, *Hacienda Pública Española*, nº 119-3, pp. 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.): *Developments in Local Government Finance*, Cheltenham, Edward Elgar, pp. 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 i Empresa. Universitat Pompeu Fabra, Barcelona. Working Paper 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?. IMF Working Paper, WP 01/145.
- KORNAI, János (1986): “The soft budget constraint”, *Kyklos*, vol. 39, nº1, pp. 3-30.
- LANE, Timothy (1993): “Market discipline”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, nº 1, pp. 53-88.
- 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.
- MONASTERIO ESCUDERO, Carlos y FERNÁNDEZ LLERA, Roberto (2004): “El principio de transparencia en la normativa de estabilidad presupuestaria”, *Hacienda Pública Española*. Monográfico sobre Estabilidad Presupuestaria y Transparencia. Pp. 127-150.
- MONASTERIO ESCUDERO, Carlos y SUÁREZ PANDIELLO, Javier (1998): *Manual de Hacienda Autónoma y Local*. Barcelona, Ariel, 2ª edición.
- TIEBOUT, Charles, M. (1956): “A pure theory of local expenditures”. *Journal of Political Economy*, vol. 64, nº 5, pp. 416-424.
- TRIBUNAL DE CUENTAS (varios años): *Informe de fiscalización de los Sectores Públicos Autónomo y Local*, Madrid, Tribunal de Cuentas.
- VELASCO PÉREZ, Rogelio (1999): “Haciendas Autónomas, desigualdades regionales y mercado de capitales”, *Revista de Estudios Regionales*, nº 54, pp. 173-182.