

EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LOS MERCADOS POR PARTE DE LA ADMINISTRACIÓN REGIONAL: EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y DESARROLLOS RECIENTES

Este artículo ha sido elaborado por Mar Delgado y Javier J. Pérez, de la Dirección General Adjunta de Economía e Investigación, y por Clara I. González, de la Dirección General de Estabilidad Financiera y Resolución.

Introducción

A lo largo de las últimas décadas, la deuda de las Administraciones Públicas (AAPP) regionales y locales ha ganado relevancia en los mercados de capitales internacionales. Este desarrollo se ha debido, principalmente, al avance generalizado en los procesos de descentralización presupuestaria en muchas economías —tanto avanzadas como emergentes— durante este período, así como a la mayor demanda inversora de este tipo de deuda [véase Canuto y Liu (2013)].

Las AAPP españolas no han sido ajenas a esta tendencia. En el caso particular de las Comunidades Autónomas (CCAA), estas han accedido regularmente a los mercados financieros, en un proceso paralelo al progreso de la transferencia de competencias en materia presupuestaria que ha tenido lugar desde la Transición¹. Así, la deuda² del conjunto de las CCAA se situó entre 1995 y 2007, en promedio, en el 6 % del PIB, correspondiendo en torno a la mitad a valores representativos de deuda, y el resto, a créditos concedidos por entidades tanto residentes como no residentes.

A partir de 2007, la crisis económica y financiera produjo un fuerte deterioro de las finanzas públicas, que fue generalizado por países y entre diferentes AAPP. En el caso particular de las CCAA españolas, la deuda más que se dobló entre 2007 y 2011, pasando del 5,7 % al 13,6 % del PIB. La tensión financiera generada por la crisis de deuda soberana de la zona del euro que se inició en 2010 dificultó de manera especial el acceso de las CCAA a los mercados financieros y, en paralelo, se produjo un retraso significativo en los plazos de pago a sus proveedores³. Estas dificultades requirieron la intervención del Estado para aliviar dicha situación mediante la instrumentación de sucesivas medidas extraordinarias y mecanismos adicionales de apoyo a la liquidez de las CCAA a partir de 2012. Estos instrumentos han adoptado la forma de préstamos bilaterales de la Administración Central a las CCAA. De esta manera, en el tercer trimestre de 2015, el 45 % de la deuda de las CCAA (que ascendió en dicho trimestre al 23,6 % del PIB) estaba materializado en forma de préstamos frente a la Administración Central, desde un nivel nulo antes de 2012⁴, de modo que estos han pasado a ser la principal fuente de cobertura de las necesidades de financiación del conjunto de las CCAA.

En la actualidad, los mecanismos operan a través del denominado «Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas», en vigor desde el 1 de enero de 2015, que ha permitido

1 La Constitución Española, en su artículo 157, establece que las CCAA podrán financiarse por el producto de las operaciones de crédito. La Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas (LOFCA) desarrolló este mandato, imponiendo ciertas limitaciones al endeudamiento a largo plazo por parte de las CCAA, en particular el requisito de autorización previa del Gobierno central.

2 Deuda medida según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Sobre la definición de la deuda pública en el PDE, véase la nota metodológica del Banco de España disponible en http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/notamet_pde.pdf.

3 La experiencia reciente de España no es un caso aislado en el panorama internacional. A lo largo de la historia se han sucedido episodios de dificultades financieras de las haciendas subcentrales, que han sido solventados en algunos casos con la intervención del nivel central del Gobierno [véanse Inman (2010) o Feibelman (2012)].

4 Para un análisis de la evolución de la deuda de las Administraciones Públicas en España y sus determinantes en el período de crisis económica, véanse Gordo, Hernández de Cos y Pérez (2013) y Delgado, Gordo y Martí (2015).

trasladar a las CCAA los bajos costes de financiación de los que disfruta actualmente el Tesoro Público. No obstante, su mantenimiento en el tiempo plantea la cuestión de cuál debe ser el sistema permanente de cobertura de las necesidades de financiación de las CCAA, a tenor, especialmente, de la existencia de un marco de reglas de disciplina presupuestaria como el establecido en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF).

El objetivo de este artículo es revisar los principales elementos que la literatura especializada y la experiencia internacional proporcionan sobre la cuestión de la cobertura de las necesidades de financiación de las administraciones subcentrales. Para ello, se describen los aspectos básicos del reciente proceso global de creciente descentralización fiscal, y se revisa la experiencia internacional sobre los mecanismos de acceso a los mercados de valores por parte de las Administraciones Territoriales, al objeto de enmarcar y extraer posibles lecciones para el caso español.

La deuda regional y local en el marco internacional

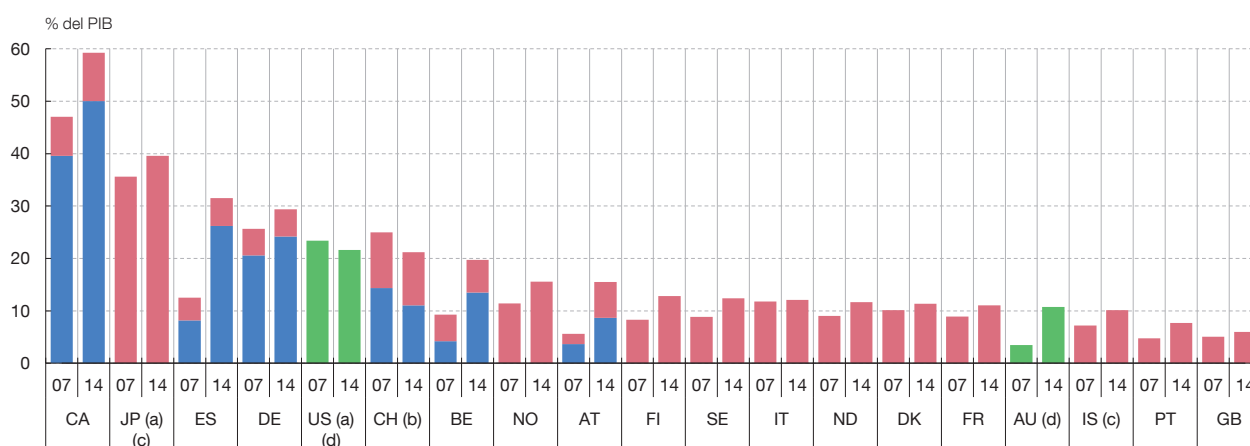
Con carácter general, las emisiones de deuda de los Gobiernos locales y regionales han ido ganado relevancia en los mercados financieros internacionales en las últimas décadas. Existe una gran heterogeneidad, no obstante, a escala internacional, en cuanto al peso de la deuda subcentral en el conjunto de la economía y en el total de la deuda de las AAPP, así como en la propia organización territorial entre administraciones locales y regionales, como se desprende de la información contenida en el gráfico 1. Dicho gráfico presenta, para un conjunto de países desarrollados, el peso de la deuda regional y local sobre el PIB (véase panel superior) y sobre el total de las AAPP (véase panel inferior), para los años 2007 y 2014, utilizando datos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). En el caso de España, la ratio de la deuda subcentral sobre el PIB se situó en 2014 en niveles superiores incluso a los de algunos países de corte federal, como Estados Unidos, Suiza o Alemania. Asimismo, nuestro país es, después de Alemania, el que presenta un mayor peso de este tipo de deuda en el total de las AAPP de los Estados del área del euro.

De entre los factores determinantes de la tendencia al aumento generalizado de la deuda subcentral en las últimas décadas, la literatura especializada ha destacado, en primer lugar, el proceso global hacia una mayor descentralización presupuestaria, que ha llevado a que numerosos países, tanto desarrollados como emergentes, hayan transferido a los niveles subcentrales de gobierno responsabilidades crecientes de gasto y capacidad recaudatoria, y la posibilidad efectiva de endeudarse a través de la emisión de títulos de deuda en los mercados financieros. En particular, el rápido proceso de urbanización en los países emergentes ha impulsado proyectos de infraestructuras de gran escala, que se han tendido a financiar con el recurso a los mercados [véase Canuto y Liu (2010 y 2013)].

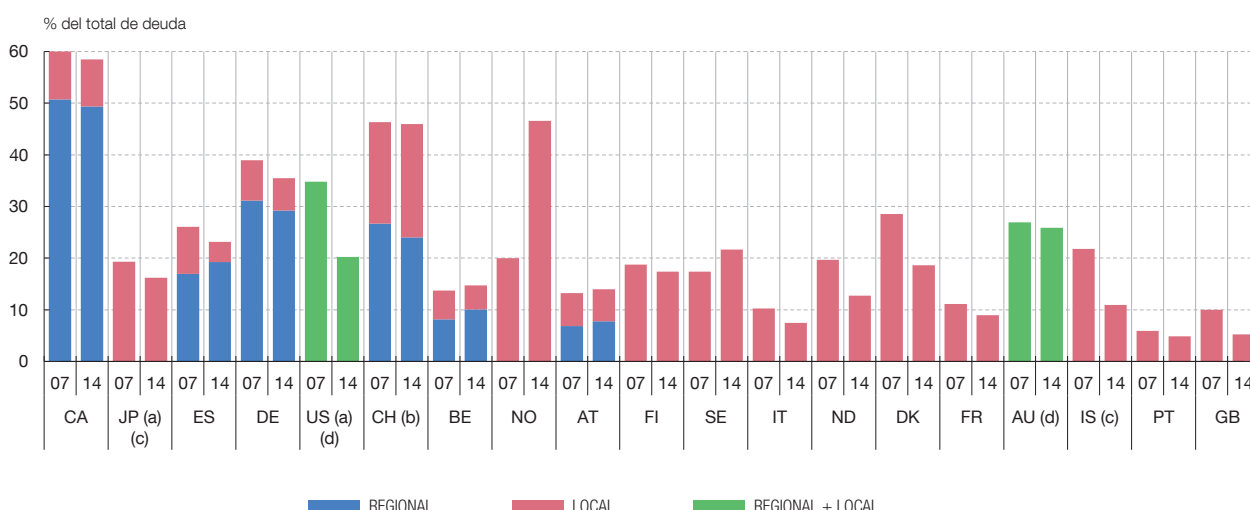
Asimismo, los procesos de descentralización han tendido a ser asimétricos en lo referente a las competencias de gastos e ingresos, lo que, unido a las posibles situaciones de restricción presupuestaria «blanda»⁵, podría haber llevado a un mayor recurso al endeudamiento por parte de las administraciones subcentrales que el que se hubiera producido en condiciones de mayor corresponsabilidad fiscal entre subsectores de las AAPP. En este sentido, el gráfico 2 muestra cómo el grado de descentralización de las responsabilidades de gasto público (representado en el eje horizontal) ha resultado ser superior al de los ingresos sobre los que

5 La literatura especializada denota por «restricción presupuestaria blanda» una situación por la cual un nivel subcentral de gobierno adopta políticas no responsables desde el punto de vista presupuestario porque incorpora expectativas de rescate del nivel central. Para más detalles y una discusión de la experiencia en el caso de España, véase Fernández *et al.* (2013).

1 DEUDA TERRITORIAL



2 PESO DE LA DEUDA TERRITORIAL SOBRE EL TOTAL DE LAS AAPP

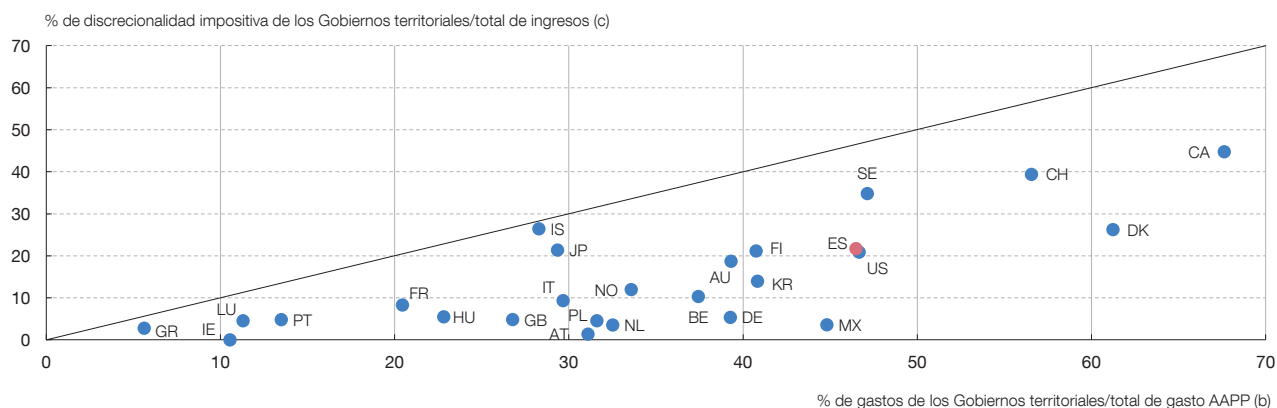


FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

- a Pasivos totales consolidados solo dentro de cada sector (Central, que incluye Seguridad Social y Administración Central, Regional y Local). Es decir, la Administración Central y la Seguridad Social están consolidadas entre ellas, mientras que la Regional y la Local solo están consolidadas consigo mismas. En el caso de Estados Unidos, Suiza y Japón, no están consolidados por no disponibilidad de datos.
- b Los datos de 2014 son los de 2012 por no disponibilidad.
- c Los datos de 2014 son los de 2013 por no disponibilidad.
- d Solo está disponible la suma de las cifras de Regional y de Local.

los entes subcentrales (regionales y locales, tomados en su conjunto) tienen capacidad normativa⁶ (en el eje vertical), para el conjunto de países miembros de la OCDE para los que se dispone de datos comparables, referidos a 2011. Esto se refleja en el hecho de que todos los puntos del gráfico se sitúan a la derecha de la diagonal principal, incluso para los principales países federales de referencia, como Canadá, Suiza, Estados Unidos o Alemania. En el gráfico también se evidencia que España presentaba en ese año uno de los mayores niveles de descentralización de los 26 países considerados, desde el punto de vista tanto del gasto como de los ingresos territoriales, ocupando en ambos casos el sexto puesto.

6 Se consideran los ingresos sobre los que los Gobiernos subcentrales tienen capacidad normativa sobre el total de ingresos de las AAPP, frente al total de gastos de los Gobiernos subcentrales normalizado como ratio del total del gasto de las AAPP.

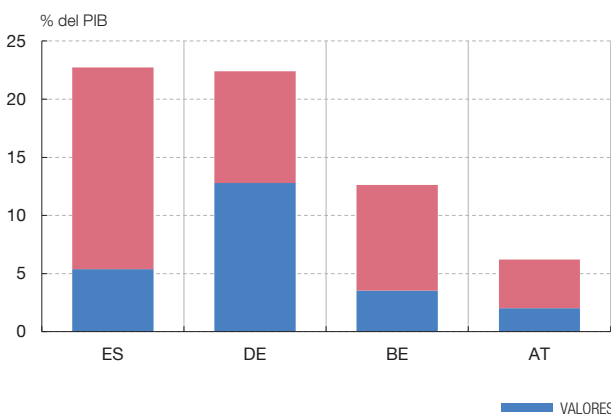


FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

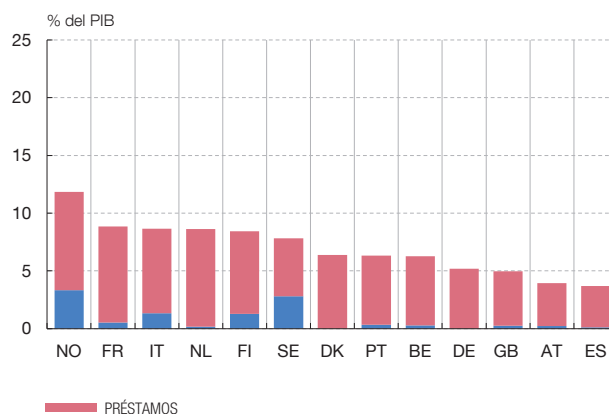
- a Codificación de países según norma ISO 3166.
- b Suma de gastos de las administraciones sobre el total de gastos de las administraciones consolidadas (excluyendo transferencias entre AAPP). Los datos de Australia, Japón e Islandia son no consolidados por falta de disponibilidad.
- c Ingresos territoriales sobre los que tiene poder de discrecionalidad.

ESTRUCTURA DE LA DEUDA POR SUBSECTORES EN 2014

1 ADMINISTRACIONES REGIONALES



2 ADMINISTRACIONES LOCALES



FUENTE: Eurostat.

Un segundo factor determinante del aumento del recurso a la emisión de títulos de deuda por parte de los Gobiernos subcentrales ha sido el propio desarrollo de los mercados de deuda de este tipo [véase Canuto y Liu (2010 y 2013)]. Esta tendencia, que ha sido especialmente visible en los países emergentes, ha permitido una diversificación frente a las fuentes tradicionales de financiación de la deuda subcentral, como los créditos bancarios. En este sentido, ha contribuido, asimismo, el desarrollo de nuevos mecanismos de acceso a los mercados, como, por ejemplo, los vehículos de *Project Finance* o vehículos específicos (*Special Purpose Vehicles, SPV*). En una mayoría de países, no obstante, el recurso a los préstamos bancarios (o del nivel central de gobierno) sigue siendo la alternativa dominante. Este aspecto se ilustra en el gráfico 3 para un conjunto de países europeos, para los que se dispone de datos homogéneos y actualizados sobre la descomposición de la deuda regional y local entre valores y préstamos, respectivamente. En Alemania, España, Bélgica y Austria, las Administraciones Regionales se financiaron a través de emisiones tanto de valores como de préstamos, siendo estos últimos los más relevantes en todos los casos, excepto en Alemania, donde alrededor del 60 % de la deuda se obtuvo a través de

Los mecanismos de acceso a los mercados de las haciendas subcentrales a escala internacional

los mercados de capitales. En cuanto a las Administraciones Locales, predomina la fuente de financiación bancaria. En los casos de Finlandia, Noruega y Suecia, el volumen relativo de valores es superior al del resto de países, lo que está relacionado con la existencia de agencias de financiación local que posibilitan la agrupación de un número significativo de entidades locales para realizar emisiones conjuntas de gran tamaño. Este último aspecto se analiza en la siguiente sección, donde se describen los mecanismos más usuales de acceso a la financiación en los mercados por parte de los niveles subcentrales de gobierno en el caso de las economías desarrolladas.

Existen una serie de elementos comunes que determinan la capacidad y las condiciones de acceso a los mercados por parte de los entes subcentrales, tales como el tamaño del emisor y el marco institucional. En este sentido, un condicionante importante es si el país cuenta o no con reglas fiscales que estipulen objetivos y límites para el endeudamiento u otros indicadores presupuestarios, así como el papel del Gobierno central como garante o no de las emisiones y, en particular, si existe o no una cláusula de «no rescate». Esta cláusula se incorpora para tratar de evitar que el coste de los comportamientos fiscales inadecuados en una administración se traslade al resto, y es fundamental para que el mercado de capitales mantenga un efecto disciplinador a partir de la discriminación entre las primas de riesgo de la deuda de las distintas administraciones. Finalmente, resulta un requisito habitual para el acceso al mercado la posesión de una calificación crediticia. Este último elemento supone unas exigencias de información que promueven la estandarización vinculada al aumento de la transparencia de la información requerida por el mercado.

La combinación efectiva de estos elementos conforma mecanismos de emisión que se diferencian en el grado de responsabilidad individual que asume el emisor de la deuda. En primer lugar, se pueden distinguir aquellos casos en los que las regiones u otros entes subcentrales son capaces de emitir de forma individual, sujetos por tanto a un mayor grado de disciplina del mercado. En segundo lugar, existen aquellos otros en los que se realizan emisiones conjuntas entre administraciones, tanto del mismo nivel como de un nivel diferente, de manera que una parte importante del riesgo se mutualiza entre los emisores. Por último, se encuentran los casos en los que es el Gobierno central el que asume todo el riesgo de la emisión: por ejemplo, cuando acude al mercado para captar fondos que, a su vez, canaliza hacia los Gobiernos subcentrales, o cuando garantiza las emisiones de estos últimos.

En el primer grupo, con emisión directa de deuda por parte de los Gobiernos territoriales, cabe destacar las experiencias de Estados Unidos, Canadá, Bélgica, Suiza y Alemania. Estados Unidos presenta uno de los mercados de deuda territorial más activos y de mayor emisión, denominado *Muni Market*, que comprende emisiones no solo de Estados federados y municipios, sino también de otros entes gubernamentales, como aeropuertos o puertos de propiedad pública. Existe gran variedad de títulos, tanto por plazo como por tipología de rendimientos⁷, y las quiebras solo están contempladas en el caso de los Gobiernos locales⁸. Las provincias de Canadá también tienen una larga tradición de emisión de deuda en los mercados. En 2014, el 25 % de las emisiones totales de renta fija privada o pública a largo plazo fue realizado por las provincias, ligeramente por encima de las del Gobierno

7 Destacan dos tipos de bonos municipales: los *General Obligation Bonds* (denominados GO), donde tanto el principal como el interés están garantizados por el crédito y la capacidad impositiva del emisor, y los *Revenue Bonds*, cuyo pago se realizará con los fondos provenientes de un proyecto específico, como puede ser un peaje.

8 La Ley de Insolvencias Municipal (capítulo 9 de la Ley de Quiebras) fue adoptada por el Congreso en 1937 en respuesta al gran número de quiebras municipales que tuvo lugar durante la Gran Depresión. Aunque las quiebras de entes locales posteriores han sido relativamente infrecuentes, destaca el caso de la ciudad de Detroit en julio de 2013. Véanse Canuto y Liu (2013) y Cuadro (2013) para ejemplos de resolución de crisis de gobiernos estatales y locales en Estados Unidos.

federal, que supusieron un 23 %⁹. Al igual que en el caso de Estados Unidos, las emisiones de deuda de las provincias canadienses no están respaldadas por el Gobierno federal [véase Joffe (2012)]. En Bélgica, donde conviven varios niveles de gobierno interconectados, todas las regiones y comunidades tienen potestad de emitir deuda y acuden habitualmente al mercado, aunque requieren la aprobación previa del Gobierno central para ello. En Suiza, cada gobierno territorial es responsable de su propia deuda. Respecto a Alemania, los Estados federados (*Länder*) suelen emitir individualmente en los mercados de capitales.

Con respecto al segundo grupo (tipología) de emisiones caracterizado más arriba, en Alemania han sido habituales también las emisiones conjuntas, tanto entre grupos de *Länder* (los títulos llamados *Jumbos*¹⁰) como entre el Gobierno federal y los *Länder* (a través de los denominados *Bund-Länder-Bond*¹¹). En el ámbito de las emisiones conjuntas, destacan también las realizadas a través de agencias de financiación local, instituciones especializadas en el crédito a entes locales principalmente participadas por los municipios y, en ocasiones, por el Gobierno central, que cuentan con una larga experiencia histórica en Holanda, Noruega, Suecia, Finlandia y Dinamarca, siendo esta última la más antigua (creada en 1898), y que suelen tener una calificación crediticia elevada. Siguiendo un planteamiento general similar, Francia y Reino Unido han puesto en marcha recientemente agencias locales de financiación¹². En Francia, la quiebra de Dexia supuso la pérdida del mayor prestamista de las Corporaciones Locales (CCLL), por lo que la creación de la agencia local permitió mantener el acceso a financiación de estos entes. Fuera de Europa, existen instituciones de este tipo en Canadá, Japón o Estados Unidos.

Por último, en algunos países el Gobierno central acude a los mercados para posteriormente proporcionar los fondos captados a los Gobiernos subcentrales, típicamente en forma de préstamos bilaterales. Un ejemplo son los *Länder* austríacos, que tienen la potestad de acudir directamente al mercado, pero que también pueden demandar a la «Agencia Federal de Financiación» que acuda a los mercados para obtener financiación que posteriormente transfiere en forma de préstamos individuales a cada *Land*. En esta categoría se podrían incluir también aquellos países que cuentan con instituciones financieras públicas equivalentes a un banco de desarrollo para financiar proyectos de los Gobiernos territoriales, como el grupo *KfW* en Alemania¹³ o el *Kommunalkredit* en Austria (propiedad en un 99,8 % del Gobierno federal).

En el caso español, el sistema en vigor hasta principios de 2012 fue el de emisión directa en los mercados, sin ninguna garantía explícita por parte del Gobierno central¹⁴. Con la puesta en marcha de las medidas extraordinarias y los mecanismos adicionales de apoyo

9 Informe de la Comisión de Valores de Ontario: «The Canadian Fix Income Market 2014».

10 Hasta el momento, se han llevado a cabo 49 emisiones conjuntas, en las que el número de Estados participantes ha ido variando. Los participantes suelen ser *Länder* con tamaño o población reducidos y suelen participar entre cinco y siete *Länder*, si bien ha habido emisiones en las que ha participado un número mayor de *Länder*, como la realizada en 1997, en la que participaron diez. El volumen de emisión de los *Jumbos* ha solido ser significativamente superior a las emisiones individuales de los *Länder*.

11 Estos bonos salieron por primera vez al mercado en junio de 2013. La emisión fue conjunta entre diez Estados, que tuvieron una participación del 86,5 % en el total emitido, y el Gobierno federal. Esta emisión obtuvo el máximo *rating* de la agencia Fitch (AAA), que es el mismo que el del Gobierno federal [Unicredit (2013)].

12 La *Agence France Locale* fue creada a finales de 2013 y es propiedad al 100 % de un total de 91 autoridades locales. En Reino Unido, la *Municipal Bonds Agency Q&A* se planteó como agencia independiente en 2014. Fuera de Europa, por ejemplo, en Nueva Zelanda se creó en 2011 la *New Zealand Government Funding Agency*.

13 Fue creado en la posguerra para canalizar los fondos del Plan Marshall. En la actualidad, la propiedad es compartida entre el Gobierno federal (80 %) y los *Länder* (20 %). Financia programas específicos de vivienda, educación o medio ambiente. Sus emisiones están totalmente garantizadas por el Gobierno federal.

14 Según dictaba la Ley Orgánica 3/2006, de 26 de mayo, de reforma de la Ley Orgánica 5/2001, de 13 de diciembre, complementaria de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria en su disposición adicional.

a la liquidez incorporados en la LOEPSF a partir de abril de 2012, no obstante, se ha pasado en la actualidad a un sistema en el que, de manera prevalente, es el Gobierno central el que accede a los mercados a captar los fondos que son canalizados hacia las CCAA a través de préstamos. Si bien la LOEPSF cuenta con una cláusula de «no rescate» (artículo 8) según la cual el Estado no asumirá ni responderá de los compromisos de las CCAA, de las CCLL y de los entes vinculados o dependientes de aquellas¹⁵, también admite que las CCAA y las CCLL soliciten al Estado el acceso a dichas medidas y mecanismos, en cuyo caso la misma ley incluye elementos explícitos de condicionalidad estricta sobre la actuación presupuestaria de la administración afectada.

Para visualizar los motivos que llevaron a la transición de un sistema de cobertura de las necesidades de financiación a otro, a partir de 2012, en la siguiente sección se repasa el impacto de la crisis sobre el acceso de las CCAA a los mercados de deuda.

El impacto de la crisis sobre el acceso de las CCAA a los mercados

Según se aprecia en el gráfico 4, desde el comienzo de la Unión Económica y Monetaria, el peso de los valores y de los préstamos en el conjunto de la deuda de las CCAA se mantuvo estable —en torno al 3 % del PIB en ambos casos— hasta finales de 2008. A partir de dicha fecha, tanto el volumen de préstamos (excluyendo los préstamos con otras AAPP) como el de valores aumentaron de forma significativa, para pasar a estabilizarse a partir de 2012. En el gráfico 5, por su parte, se muestran el volumen anual de emisiones de deuda realizada por el conjunto de las CCAA (véase panel superior) y el número anual de emisiones (véase panel inferior) en el período 1995-2015. En el gráfico se aprecia el aumento en los volúmenes emitidos como consecuencia de la crisis económica, así como la reducción posterior, a partir de 2012, del tamaño medio y del número de emisiones, y esto último a pesar del aumento del endeudamiento global de las CCAA. Cabe mencionar, en cualquier caso, que las cifras agregadas que se presentan en el gráfico 5 son coherentes con una elevada heterogeneidad entre CCAA, con regiones que emitieron elevados volúmenes junto a CCAA que no emitieron deuda en los mercados en el período mostrado (véase gráfico 7).

El cambio de tendencia observado a partir de 2012 es el reflejo de la respuesta del Gobierno central ante las dificultades de acceso al mercado por parte de las CCAA durante la crisis y de los elevados costes de financiación a los que se enfrentaban estas en sus emisiones (véase gráfico 6). En efecto, el Gobierno central implantó en el transcurso de ese año varias medidas extraordinarias de financiación¹⁶, como el Fondo de Pago a Proveedores, cuyo objetivo fue el pago de la deuda comercial pendiente de pago, y el Fondo de Liquidez Autónoma (FLA)¹⁷. Este último fue establecido con el objetivo de atender los vencimientos de la deuda de las CCAA, así como de obtener los recursos necesarios para financiar el endeudamiento permitido por la normativa de estabilidad¹⁸. Se trataba de medidas extraordinarias de apoyo a la liquidez, inicialmente de carácter temporal. Las CCAA podían acudir voluntariamente a estos fondos, y estos realizaban directamente los pagos asociados a sus funciones. Por tanto, la Administración Central pasaba a ser acreedora de las CCAA, puesto que los montantes pagados se transformaban en préstamos

15 Sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Asimismo, según la LOEPSF, las CCAA no asumirán ni responderán de los compromisos de las CCLL ni de los entes vinculados o dependientes de estas, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Esta redacción es muy similar a la que incorpora el Tratado de la Unión Europea para las relaciones entre Estados miembros (artículo 125 de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea).

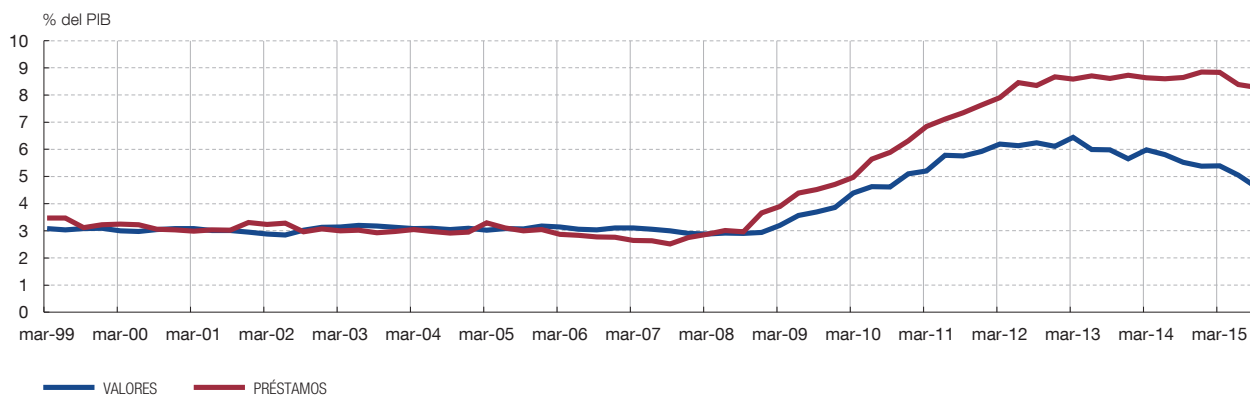
16 Para una descripción más detallada, véase Delgado, Hernández de Cos, Hurtado y Pérez (2015).

17 Fue creado a partir del Real Decreto-ley 21/2012, de 13 de julio, de medidas de liquidez de las Administraciones Públicas.

18 Posteriormente, no obstante, se ha utilizado también para realizar pagos a proveedores [véase Delgado, Hernández de Cos, Hurtado y Pérez (2015)].

VALORES Y PRÉSTAMOS DE LAS CCAA (a)
(EXCLUYENDO PRÉSTAMOS CON OTRAS AAPP)

GRÁFICO 4



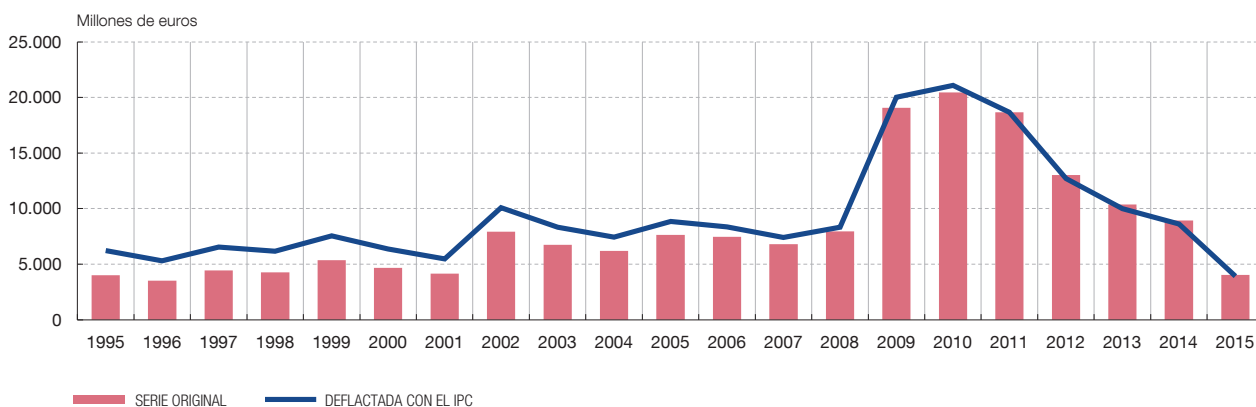
FUENTE: Banco de España.

a Información más detallada, en el capítulo 13 del *Boletín Estadístico*, <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/bolest13.html>.

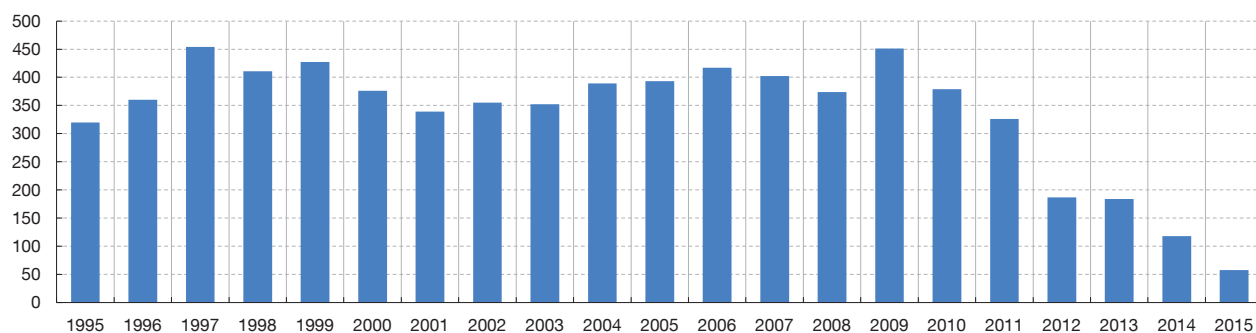
EMISIONES DE DEUDA DE LAS CCAA: 1995-2015

GRÁFICO 5

1 VOLUMEN ANUAL DE EMISIONES DE LAS CCAA

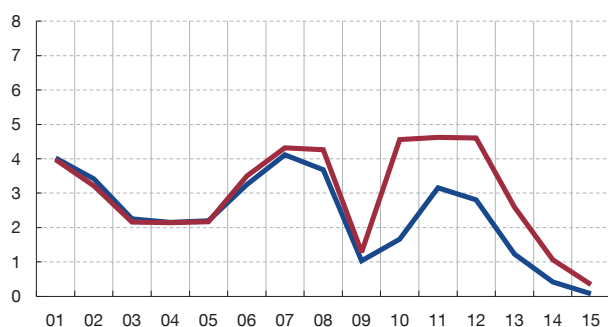


2 NÚMERO ANUAL DE EMISIONES DE LAS CCAA

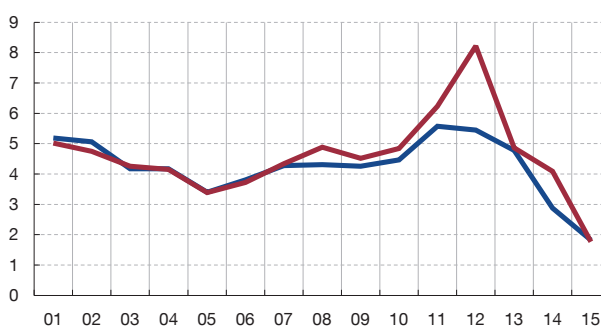


FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

1 LETRAS O PAGARÉS A DOCE MESES



2 OBLIGACIONES A DIEZ AÑOS



ESTADO (a) CCAA (b)

FUENTES: Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Bolsas y Mercados Españoles, boletines oficiales de las CCAA e Instituto Valenciano de Finanzas.

a Tipos marginales efectivos de nuevas emisiones.

b Promedio ponderado de las rentabilidades de las emisiones de las CCAA.

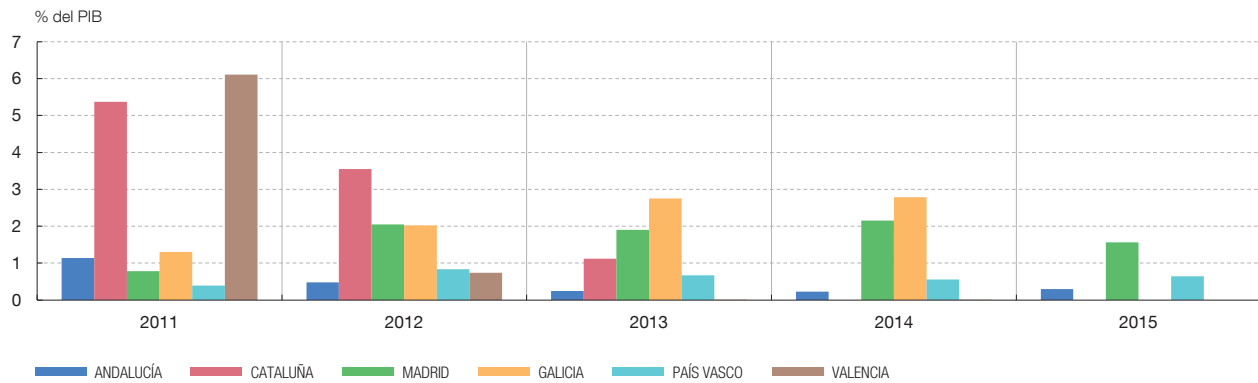
a largo plazo para las CCAA. Concretamente, en los tres años en que ha estado en vigor, el FLA ha desembolsado un total de 62.773 millones (6 % del PIB de 2014)¹⁹, de los cuales un 60 % se dedicó al pago directo de vencimientos de la deuda y de sus intereses.

Desde el principio, la pertenencia al FLA supuso la imposición de condicionalidad presupuestaria para poder acceder a la financiación. Las CCAA adheridas debían elaborar un plan de ajuste que exigía el cumplimiento de los objetivos de déficit y deuda individuales, así como el reembolso de las cantidades adeudadas. Asimismo, se reforzaron los requisitos de información, en particular mediante la exigencia de información mensual reforzada sobre la evolución de su ejecución presupuestaria y la tesorería, y su incidencia sobre el cumplimiento del plan de ajuste. En el ámbito de este programa, se intensificaron, además, las medidas de control y seguimiento de los planes, de modo que, por ejemplo, el Estado podía retener los pagos a cuenta del sistema de financiación autonómico debidos a una determinada comunidad autónoma ante una situación de impago del FLA.

En el año 2015, estos fondos extraordinarios se transformaron en el denominado «Fondo de Financiación Autonómica», que, si bien siguió incluyendo entre sus objetivos el apoyo a las CCAA con problemas de liquidez, añadió el propósito de que los Gobiernos territoriales se beneficiaran de los menores costes de financiación de los que gozaba el Gobierno central²⁰. Este fondo se subdivide en tres. El primero es el equivalente al antiguo FLA y, de hecho, mantiene dicha denominación. Este fondo conserva una fuerte condicionalidad, y es de adhesión obligatoria para las CCAA que estuvieran en el antiguo FLA y que no cumplieran los objetivos de estabilidad presupuestaria, deuda pública y período medio de pago a proveedores. El segundo fondo es la Facilidad Financiera, destinada a aquellas CCAA que cumplan los objetivos anteriores. Por último, el Fondo Social se destina a pagar las obligaciones de las CCAA con respecto a las CCLL generadas por los convenios en materia de gasto social. Cinco CCAA se encuentran adheridas actualmente

19 «Informe sobre los mecanismos de las CCAA. Balance 2012-2014», del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

20 Real Decreto-ley 17/2014, de 26 de diciembre, de medidas de sostenibilidad financiera de las CCAA y entidades locales y otras de carácter económico. El fondo «pone en marcha nuevos mecanismos que permitan compartir los ahorros financieros entre todas las Administraciones, priorizar la atención del gasto social, seguir ayudando a las Administraciones con mayores dificultades de financiación e impulsar a las que han conseguido superarlas».



FUENTES: Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores, boletines oficiales de las CCAA, Instituto Valenciano de Finanzas, y Bolsas y Mercados Españoles.

al nuevo FLA: Cantabria, Castilla-La Mancha, Cataluña, Murcia y Valencia. Las restantes CCAA de régimen común están adscritas a la Facilidad Financiera, mientras que las comunidades forales han decidido no entrar en ella.

El diferente grado de participación de las CCAA en los mecanismos de financiación hasta finales de 2014 ha producido una evolución asimismo diferenciada en su dinámica de acceso a los mercados de capitales. Como se aprecia en el gráfico 7, en el que se presentan las CCAA con mayor actividad emisora, las que participaron en el FLA original (Andalucía, Cataluña y Valencia) pasaron entre 2011 y 2014 a emitir niveles muy reducidos de deuda o a no emitir, mientras que las que no participaron (en el gráfico, Madrid, Galicia y País Vasco) mantuvieron entre 2012 y 2014 unos niveles de emisiones similares o superiores a los observados en 2011, lo que reflejaría los mayores niveles de deuda pública que refinanciar en los años más recientes. Finalmente, en 2015 disminuyeron las emisiones en general, probablemente por la implantación del nuevo Fondo de Financiación Autonómica, al que se han adherido todas las CCAA de régimen común²¹.

De cara al futuro, y dado su el carácter excepcional o de apoyo a la liquidez, es esperable que las CCAA converjan de manera gradual, en el medio plazo, hacia un sistema en el que vuelvan a adoptar un papel más activo en la captación de fondos en los mercados de capitales. Como se ha mencionado anteriormente, el marco español cuenta con una cláusula de «no rescate» por parte del Gobierno central que resulta necesaria para garantizar el potencial efecto disciplinador de los mercados, y a la vez admite que las CCAA soliciten al Estado el acceso a dichas medidas y mecanismos, sujetas a condicionalidad. La prolongación en el tiempo de estos mecanismos resalta de hecho la necesidad de que se apliquen de manera estricta los elementos explícitos de condicionalidad sobre la actuación presupuestaria de las administraciones afectadas para que estos mecanismos de apoyo no generen incentivos a políticas presupuestarias inadecuadas [Hernández de Cos y Pérez (2015)].

Por otro lado, dado que los mercados no funcionan siempre de manera eficiente y, en determinadas situaciones, su papel como elemento disuasorio de las políticas fiscales inadecuadas puede ser reducido [véase Lane (1993)], el marco español cuenta también con un

21 La Comunidad de Madrid siguió emitiendo durante la primera mitad del año, hasta que decidió acogerse al Fondo de Financiación Autonómica, recibiendo el primer pago de este en el mes de agosto de dicho año.

conjunto de reglas presupuestarias que establecen límites a la posibilidad de alcanzar desequilibrios fiscales de los distintos niveles de gobierno. En particular, la LOEPSF incorpora límites al déficit público (equilibrio presupuestario en términos estructurales), una regla de control del gasto y objetivos explícitos sobre el nivel de deuda pública²². Asimismo, la LOEPSF cuenta con mecanismos detallados de control y seguimiento de las finanzas subcentrales por parte de la Administración Central, así como con mecanismos preventivos y correctivos de eventuales desequilibrios tanto desde el punto de vista preventivo como desde el correctivo [para más detalles, véanse Hernández de Cos (2011) y Hernández de Cos y Pérez (2013)]. Estos mecanismos se han visto reforzados por la creación de la «Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal» (AIReF), que tiene como función principal asegurar el cumplimiento del principio de disciplina presupuestaria.

De este modo, las reglas fiscales recogidas en la ley de estabilidad buscan cumplir un doble papel: generar márgenes de maniobra presupuestarios *ex ante* para evitar la materialización de crisis fiscales y definir las pautas de corrección *ex post* de los desequilibrios presupuestarios en caso de que estos acaben surgiendo. En relación con estos últimos, desde el punto de vista de la efectividad de la regla, resulta importante la aplicación rigurosa de los mecanismos de corrección cuando se producen los desequilibrios. Respecto a los márgenes *ex ante*, podría estudiarse la posibilidad de diseñar fondos de reserva con aportaciones regulares en períodos de bonanza económica. Este instrumento (los llamados *rainy day funds*) se emplea en muchos Estados federados de Estados Unidos, lo que parece asociarse a una mejor calificación crediticia [véanse Charles (2010) y Hernández de Cos y Pérez (2015)]. Por último, existe evidencia que muestra que, para mantener la disciplina fiscal de las administraciones subcentrales, es importante que exista una relación estrecha entre las competencias de ingresos y de gastos [Rodden (2002)]. Por tanto, desde este punto de vista, podría resultar adecuado reforzar la corresponsabilidad fiscal de las CCAA, si bien la cesión de impuestos por sí misma no es suficiente para garantizar la disciplina fiscal y evitar el problema de la restricción presupuestaria blanda que puede surgir en su ausencia²³.

18.2.2016.

BIBLIOGRAFÍA

- CANUTO, O., y L. LIU (2010). *Subnational debt finance and the global financial crisis*, Economic Premise, n.º 13, The World Bank, Washington DC.
- (eds.) (2013). *Until debt do us part: Subnational debt, insolvency, and markets*, World Bank Publications, Washington DC.
- CHARLES, C. (2010). «The impact of budget stabilization funds on State General Obligation Bond Ratings», *Public Budgeting and Finance*, 30, pp. 95-111.
- CUADRO, I. (2013). «La gestión fiscal de los gobiernos estatales y locales en Estados Unidos. El caso de Detroit en perspectiva», *Cuadernos de Información Económica*, 237, pp. 85-96.
- DELGADO, M., L. GORDO y F. MARTÍ (2015). «La evolución de la deuda pública en España en 2014», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, pp. 41-56.
- DELGADO, M., P. HERNÁNDEZ DE COS, S. HURTADO y J. J. PÉREZ (2015). *Los mecanismos extraordinarios de pago a proveedores de las Administraciones Públicas en España*, Documentos Ocasionales, n.º 1501, Banco de España.
- FEIBELMAN, A. (2012). «American States and Sovereign Debt Restructuring», en P. Conti-Brown y D. Skeel (eds.), *When States go Broke: the Origins, Context, and Solutions for the American State in Fiscal Crisis*, Cambridge University Press, cap. 7, pp. 146-187.
- FERNÁNDEZ, R., S. LAGO y J. MARTÍNEZ (2013). «La autonomía tributaria de las Comunidades Autónomas y su (des)uso: presencia de una restricción presupuestaria blanda», capítulo 4 de *La consolidación fiscal en España: el papel de las Comunidades Autónomas y los municipios*, Colección Estudios de Hacienda Pública, Instituto de Estudios Fiscales.

22 La LOEPSF establece un límite del 60 % del PIB para el conjunto de las AAPP, que se deberá cumplir a partir de 2020. Esta cuantía se distribuye entre las distintas AAPP de la siguiente manera: un 44 % del PIB la Administración Central, un 13 % del PIB las CCAA (este límite se aplica también a cada una de ellas con respecto a su PIB regional), y un 3 % del PIB las CCLL.

23 Sobre este argumento, véase el capítulo IX del «Informe de la Comisión de Expertos para la reforma del sistema tributario español», de febrero de 2014: http://www.minhap.gob.es/es-ES/Prensa/En_Portada/2014/Documents/Informe_expertos.pdf.

- GORDO, L., P. HERNÁNDEZ DE COS y J. J. PÉREZ (2013). «La evolución de la deuda pública en España desde el inicio de la crisis», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, pp. 77-95.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2011). «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 59-76.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., y J. J. PÉREZ (2013). «La nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria», *Boletín Económico*, abril, Banco de España, pp. 65-78.
- (2015). «Reglas fiscales, disciplina presupuestaria y corresponsabilidad fiscal», *Papeles de Economía Española*, 143, pp. 174-184.
- INMAN, R. P. (2010). *States in fiscal distress*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Regional Economic Development, 6, pp. 65-80.
- JOFFE, M. (2012). *Provincial Insolvency and Federal Obligations*, Macdonald-Laurier Institute Publication, octubre.
- LANE, T. D. (1993). *Market discipline*, IMF Staff Papers, 40.
- RODDEN, J. A. (2002). «The dilemma of fiscal federalism: grants and fiscal performance around the world», *American Journal of Political Science*, 46, pp. 670-687.
- UNICREDIT (2013). «Joint bond by German states and the Bund», *Credit Research Sector Flash*, 20 de junio.