

EL MERCADO FINANCIERO Y EL RACIONAMIENTO DEL ENDEUDAMIENTO AUTONÓMICO

Autores: *Nuria Alcalde Fradejas y Jaime Vallés Giménez*

El Tratado de Maastricht, cuya finalidad principal es facilitar el tránsito hacia la Unión Monetaria Europea, establece entre las condiciones de convergencia que han de cumplir los países miembros, dos referidas a la solidez de las finanzas públicas. En concreto, dispone que el déficit público no puede superar el 3% del PIB y que la deuda pública no puede exceder del 60% del PIB. Como consecuencia de ello, en los países de la Unión Europea ha existido y existe un interés creciente respecto al control del endeudamiento del Sector Público. Dicha disciplina financiera presenta mayores dificultades en el caso de los países de corte federal como el nuestro, dado que cada uno de los gobiernos subcentrales tiene su propio proceso presupuestario, de tal forma que el déficit o superávit final del Sector Público depende de las actuaciones y decisiones de un mayor número de agentes.

Entre los instrumentos de disciplina del endeudamiento subcentral se encuentran los denominados mecanismos de control interno y el mercado financiero. Los mecanismos de control interno implican establecer límites legales o constitucionales sobre la deuda, mecanismos de coordinación, y controles directos del gobierno central (centralización). Por su parte, los estímulos que introduce el mercado financiero para alejar a los gobiernos subcentrales de un endeudamiento excesivo, y que constituyen el objeto de análisis del presente trabajo, son el aumento del coste financiero para aquellas unidades de gobierno más endeudadas y, llegado el caso, el racionamiento o incluso la denegación de nuevos créditos a las mismas.

No obstante, como establece Lane (1993), los requisitos para que el mercado funcione correctamente son muy restrictivos y de difícil cumplimiento, especialmente en un país como España, donde las propias condiciones institucionales han limitado, tradicionalmente, la supervisión directa por parte del mercado, especialmente, si tomamos como elemento de referencia lo que ocurre en EEUU, como señala Estévez (1992).

A pesar de ello, pensamos que el mercado puede introducir cierto grado de disciplina en las políticas de endeudamiento autonómico, debiéndose complementar o reforzar dicho proceso por otros métodos de control existentes. Así, el objetivo que nos planteamos es analizar en qué medida el mercado financiero ha actuado como elemento disciplinador de la política de endeudamiento de las CCAA españolas.

Con tal finalidad, el trabajo se estructura en cuatro etapas. En la primera, se abordan los elementos teóricos fundamentales y la literatura empírica dispo-

nible sobre la eficacia del mercado financiero como mecanismo de disciplina de las políticas de endeudamiento de los gobiernos subcentrales. En la segunda fase, se discuten las hipótesis o variables a contrastar y la especificación del modelo econométrico para el caso de las CCAA. En la tercera etapa, se presentan y comentan los principales resultados obtenidos en las estimaciones econométricas. Finalmente, se destacan las conclusiones principales de nuestro trabajo.

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

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

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